

La reforma previsional en Argentina

La reforma previsional en Argentina

*El impacto macroeconómico y
la organización del mercado de las AFJP*

Prefacio.....	7
---------------	---

Parte I

Aspectos macroeconómicos de la reforma de pensiones

Introducción	11
Capítulo 1. Reforma de pensiones, ahorro y mercado de capitales.....	15
Capítulo 2. La experiencia de Chile.....	33
Capítulo 3. El sistema de reparto en Argentina.....	79
Capítulo 4. La reforma de pensiones en Argentina.....	99
Capítulo 5. Los efectos de la reforma	123
Referencias bibliográficas	173

Parte II

**Regulaciones y competencia en el régimen de capitalización
del nuevo sistema previsional argentino**

Regulaciones y competencia en el régimen de capitalización del nuevo sistema previsional argentino.....	179
--	-----

Impreso en la Argentina
Hecho el depósito que marca la Ley 11.723

© Asociación de Administradoras Privadas (ASAP), 1998
Sarmiento 378, 1º piso
(1041) Buenos Aires
Tel.: 343-6565 - Fax: 343-5752
e-mail: asap@overnet.com.ar

I.S.B.N.: 987-99661-8-X

Derechos reservados
Prohibida su reproducción total o parcial

1. Introducción.....	179
2. Las regulaciones existentes	182
3. Evolución del sector	186
4. Evaluación “de corte transversal” de las comisiones de las AFJP	193
5. La publicidad en el análisis económico: un modelo analítico sobre la competencia entre las AFJP	199
6. Los determinantes de los traspasos	211
7. Regulaciones alternativas.....	217
8. Lecciones de la experiencia internacional.....	224
9. Conclusiones	236
Referencias bibliográficas	247
Apéndice matemático.....	249
Apéndice 1: Construcción de una función de costos para las AFJP	253
Apéndice 2: La comparación de costos entre el régimen de capitalización y el de reparto	257

Prefacio

Históricamente, las previsiones para el retiro en la vejez han estado organizadas de manera familiar y voluntaria, donde los miembros jóvenes de la familia mantienen a los miembros retirados. Este sistema, sin embargo, impone un alto riesgo sobre la existencia efectiva de dicho financiamiento que los gobiernos no siempre están dispuestos a tolerar, puesto que el Estado pasa a ser considerado el responsable final de la provisión en la vejez, independientemente del suministro de los recursos. Principalmente por esta razón, las contribuciones previsionales se han tornado obligatorias durante este siglo en la mayoría de los países. Su organización, sin embargo, se encuentra generalmente entre dos alternativas extremas: sistemas de reparto, en que las generaciones activas contribuyen para financiar el retiro de la generación pasiva al momento y sistemas privados de capitalización, en los que los aportes están destinados a financiar el propio retiro en el futuro.

La cuestión de la reforma de la organización de los sistemas de pensiones, en particular el reemplazo de los sistemas de reparto por otros de capitalización administrados por empresas privadas, se ha transformado en un elemento central de la política económica en la mayoría de los países latinoamericanos y de Europa Oriental, ocupando un lugar de creciente importancia en el debate público europeo y en muchos países de Asia.

Estos cambios tienen como objetivo principal hacer frente a la crisis financiera de los sistemas tradicionales y asegurar el pago de los beneficios prometidos a las futuras generaciones de pensionados. Sin embargo, es evidente que también se espera que estas

transformaciones produzcan otros efectos positivos sobre la economía y, muy particularmente, sobre el proceso de acumulación de capital y el crecimiento económico, lo que de ninguna forma resulta contradictorio con los objetivos más propios de un sistema previsional, pues los resultados de éste dependen en un grado importante del comportamiento de la economía nacional.

La presente investigación fue desarrollada por FIEL-Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, bajo el auspicio de ASAP-Asociación de Administradoras Privadas. El trabajo contó con la colaboración de los doctores Santiago Urbiztondo, Augusto Iglesias Palau, Juan Luis Bour y Nuria Susmel, reconocidos economistas especializados en temas de seguridad social.

El estudio forma parte del Programa de Investigaciones desarrollado por la Fundación FIEL durante el año 1997, aprobado por su Consejo Directivo. Los resultados del mismo, sin embargo, no comprometen la opinión individual de sus miembros ni la de las entidades patrocinantes de FIEL, como así tampoco la de ASAP-Asociación de Administradoras Privadas.

PARTE I

ASPECTOS MACROECONÓMICOS DE LA REFORMA DE PENSIONES

Históricamente, las previsiones para el retiro en la vejez han estado organizadas de manera familiar y voluntaria, donde los miembros jóvenes de la familia mantienen a los miembros retirados. Este sistema, sin embargo, impone un alto riesgo sobre la existencia efectiva de dicho financiamiento que los gobiernos no siempre están en general dispuestos a tolerar, puesto que el Estado pasa a ser considerado el responsable final de la provisión en la vejez, independientemente del financiamiento de la misma. Principalmente por esta razón, las contribuciones previsionales se han tornado obligatorias durante este siglo en la mayoría de los países. Su organización, sin embargo, se encuentra generalmente entre dos alternativas extremas: sistemas de reparto (o “financiados sobre la marcha”, *pay-as-you-go*, PAYG), en los que las generaciones activas contribuyen para financiar el retiro de la generación pasiva al momento, y sistemas privados de capitalización (*fully-funded*, FF) en los que los aportes están destinados a financiar el propio retiro en el futuro. En un sistema PAYG la tasa de retorno para la generación aportante en forma agregada –pero no necesariamente para cada individuo– es igual al crecimiento de la masa salarial.¹ En un sistema FF la retribución para cada individuo iguala la tasa de interés real del mercado sobre sus aportes personales.

La cuestión de la reforma a los sistemas de pensiones, en particular el reemplazo de los antiguos sistemas de reparto por otros de capitalización administrados por empresas privadas, se ha transformado en un elemento central de la política económica en la gran

mayoría de los países latinoamericanos y de Europa Oriental, y ocupa un lugar de creciente importancia en el debate público europeo y en muchos países de Asia.

En general, quienes defienden estos cambios tienen como objetivo principal hacer frente a la crisis financiera de los sistemas tradicionales y asegurar el pago de los beneficios prometidos a las futuras generaciones de pensionados. Sin embargo, es evidente que también se espera que estas transformaciones produzcan otros efectos positivos sobre la economía y, muy particularmente, sobre el proceso de acumulación de capital y el crecimiento económico, lo que de ninguna forma resulta contradictorio con los objetivos más propios de un sistema previsional, pues los resultados de éste dependen, en un grado importante y cualquiera sean sus características específicas, del comportamiento de la economía nacional.

El objetivo del primer capítulo es presentar los argumentos teóricos que fundamentan el impacto esperado de una reforma del sistema de pensiones sobre el ahorro y el mercado de capitales, anticipando los aspectos que se tomarán en cuenta al evaluar el impacto de esos cambios sobre el crecimiento económico. El segundo capítulo presenta un caso paradigmático de reforma y sus consecuencias: el chileno. Chile fue –en efecto– el primer país que decidió en 1980 transformar su antiguo sistema de reparto en uno financiado con acumulación de fondos y bajo administración privada y, además, para muchos sigue siendo el caso de reforma más radical y “pura”. Por lo tanto, representa una experiencia concreta particularmente apropiada para comprobar si se han cumplido o no las expectativas iniciales de quienes sostienen que existe una relación virtuosa entre reforma previsional, aumento del ahorro, desarrollo del mercado de capitales, empleo, salarios e ingreso.

En el tercer capítulo se describe la evolución del sistema previsional argentino hasta 1994, que terminó por adoptar una modalidad de reparto hacia fines de los años '60, con lo que alentó los incentivos a su deterioro, siguiendo con rapidez un camino de crecientes desequilibrios, que también comparten otros países desarrollados. En el cuarto capítulo se describen las características del nuevo régimen previsional argentino vigente desde julio de 1994, y las reformas posteriores. En el último capítulo se discute el impacto de la reforma previsional en la Argentina, con especial énfasis en los cambios en el ahorro doméstico y en el desarrollo del mercado de capitales.

Notas

1. Implicando que, en el estado estacionario, el rendimiento agregado es igual a la suma de las tasas de crecimiento de la población y de la productividad.

CAPÍTULO 1
*Reforma de pensiones, ahorro
y mercado de capitales*

1. Reforma y ahorro

La relación entre sistemas de pensiones, ahorro y crecimiento ha sido un problema económico sobre el cual, especialmente desde el artículo de Feldstein (1974), se ha acumulado abundante literatura. Sin embargo, la mayor parte de estos trabajos se han concentrado en el estudio de los efectos que tiene la implantación de una forma particular de previsión, los sistemas financiados sobre la marcha (o de “reparto”), sobre una economía en la que antes no existía previsión obligatoria. Sólo recientemente, luego de la reforma chilena de 1980, se despertó el interés por estudiar los efectos económicos de establecer sistemas financiados con acumulación de fondos (o “de capitalización”) y de un cambio desde un sistema de reparto hacia otro de capitalización.

Se distinguen cuatro posibles efectos económicos de una reforma previsional:

- Aumento del ahorro y acumulación de capital, lo que permite un mayor crecimiento económico.
- La posible reducción en las distorsiones sobre el mercado del trabajo que se originan por la operación de un sistema de reparto, producto de la débil relación entre contribuciones y beneficios, y la mayor tasa de cotización necesaria para financiar iguales beneficios (respecto a un sistema de capitalización). Estas distorsiones afectan tanto la oferta de trabajo, como la participa-

ción relativa del trabajo en los sectores formales e informales de la economía.

- Un desarrollo del mercado financiero más rápido, que permite aumentos en la eficiencia productiva.
- Cambios en la eficiencia económica, que se derivan del mecanismo usado por el fisco para financiar la transición. Los aumentos de impuestos producen más distorsiones; por otra parte, al reducir impuestos al trabajo y reemplazarlos por impuestos generales, aumenta la eficiencia (siempre que estos últimos sean menos distorsionadores) (Corsetti; Schmidt-Hebbel, 1997).

Aunque en este trabajo nos concentraremos en explicar los efectos de la reforma sobre el ahorro, es importante tener en consideración que sus efectos sobre la eficiencia económica pueden ser aún más importantes, y que ellos no deben ser olvidados cuando se evalúa una reforma previsional.¹

Los intentos por medir el impacto de la reforma previsional sobre el ahorro se han enfrentado con distintos obstáculos difíciles de superar y que, inevitablemente, quitan fuerza a los resultados que se obtienen.

En primer lugar, faltan experiencias concretas de reforma con una historia suficientemente larga y bien documentada, que sirvan para comprobar las distintas hipótesis. Además, es común que la información de ahorro que se obtiene de Cuentas Nacionales –en la mayoría de los casos la única fuente disponible– no tenga las características necesarias para la investigación.

En segundo lugar, las teorías que explican el ahorro privado son aún muy limitadas y, en particular, la evidencia empírica de distintos países no es concluyente en el sentido de probar que la teoría del ciclo de vida, comúnmente usada para evaluar la relación entre sistemas de pensiones y ahorro personal, sea suficiente para explicar todas las motivaciones del ahorro individual.

Por otra parte, existe una importante cantidad de factores, distintos al régimen previsional, que influyen sobre el ahorro y que están en permanente modificación, lo que hace muy difícil aislar los efectos “puros” que podría tener un determinado sistema de pensiones o un cambio en el sistema de pensiones vigente.

Finalmente, aunque la literatura identifica la forma de financiamiento como la variable que afecta más directamente los niveles de ahorro nacional, no se debe olvidar que éste es sólo uno de los ele-

mentos que definen la naturaleza de un sistema de pensiones, los que se pueden diferenciar, además, por las características de su administración (los modelos de referencia son centralizada y no competitiva vs. descentralizada y competitiva) y de sus beneficios (los modelos de referencia son fórmulas con beneficios definidos vs. nivel de contribuciones definidas). Todavía es una cuestión abierta al debate cuán independientes entre sí resultan cada uno de estos elementos de diseño. Sin embargo, la experiencia práctica más reciente –especialmente en los países latinoamericanos– enseña que los nuevos sistemas de pensiones que se han establecido son, simultáneamente, de capitalización (y cuentas individuales); administrados por empresas privadas competitivas;² y de contribuciones definidas, sin que se observen otro tipo de combinaciones. Aunque es posible que cada una de estas características tenga su propio impacto sobre el ahorro y el crecimiento económico,³ no conocemos intentos por evaluarlas independientemente.⁴ Por lo tanto, la evidencia que se presenta en los distintos trabajos, se refiere generalmente al efecto conjunto de los distintos cambios que son necesarios para establecer un sistema de los llamados “de capitalización”, y no sólo al efecto de un cambio en la estructura de financiamiento al régimen de pensiones.

Considerando los antecedentes anteriores, no debería extrañar que, aun cuando en los últimos años se han acumulado opiniones técnicas y evidencia empírica que demostrarían la existencia de una relación positiva entre niveles de ahorro y sistemas de pensiones de capitalización, éste siga siendo un tema sobre el cual no existe consenso.

Para interpretar correctamente los datos y los resultados de los distintos estudios empíricos realizados sobre diversas experiencias, es entonces necesario recordar cuáles son, desde un punto de vista conceptual, los efectos esperados de una reforma sobre los distintos componentes del ahorro.

*Análisis cualitativo del problema.*⁵ El cambio de sistema previsional puede afectar el crecimiento económico por sus eventuales efectos sobre la eficiencia de los factores de producción y sobre el nivel de la inversión (acumulación de capital físico). Esto último, depende, a su vez, de los efectos de la reforma sobre el ahorro. Para analizar la relación entre reforma y ahorro, haremos uso de las siguientes relaciones:

- (1) Ahorro Total = Ahorro Nacional + Ahorro Externo
 (1') Ahorro Total = Ahorro Privado + Ahorro Gobierno + Ahorro Externo

Como el ahorro privado es la suma de ahorro de empresas y de personas, y –existiendo un sistema de seguridad social– este último es la suma de ahorro voluntario y ahorro previsional, podemos reescribir la expresión (1') de la siguiente forma:

- (2) Ahorro Total = Ahorro Voluntario de Personas + Ahorro Previsional de Personas + Ahorro Empresas + Ahorro Gobierno + Ahorro Externo

Nos referiremos entonces a los efectos directos e indirectos de la reforma sobre cada uno de los componentes del ahorro total y también a las posibilidades de sustitución entre las distintas formas de ahorro. Comenzaremos con este último punto.

i. Posibilidades de sustitución entre componentes del ahorro total

Mientras mayores sean los grados de sustitución entre los distintos componentes del ahorro total, menor debería ser el efecto esperado de la reforma sobre el nivel total de ahorro. En este caso, el reemplazo del sistema de pensiones se manifestaría principalmente en cambios en la composición del ahorro total, pero no necesariamente en el nivel de ahorro.

Por el contrario, a menor sustitución, mayor debería ser el efecto esperado de la reforma sobre el nivel de ahorro, y menor su efecto sobre la composición del mismo.

- *Ahorro voluntario vs. ahorro previsional*

Existen distintas teorías para explicar el ahorro voluntario de las personas. Estas no son necesariamente excluyentes entre sí, pues cada una de ellas puede ajustarse a las características de distintos individuos que se diferencian por su edad, ingreso, riqueza, cultura, etc. Sin embargo, según cuál de estas explicaciones usemos, encontraremos distintas respuestas a la cuestión de los posibles impactos de una reforma previsional sobre el ahorro.

Según la teoría del ciclo de vida, los individuos ahorran mientras trabajan para financiar el consumo deseado durante el período

cuando, por vejez, pierdan capacidad de trabajo (e ingreso). Este motivo para ahorrar es reforzado en el caso de los individuos que, además, ahorran por “precaución”, anticipando otras circunstancias distintas a la vejez que puedan disminuir sus ingresos futuros. Conforme a esta teoría, si se impone un sistema previsional obligatorio que cubra las mismas contingencias, y a igual o menor costo, entonces el ahorro voluntario (no previsional) sustituye (eventualmente en la magnitud uno a uno) al ahorro voluntario de las personas. En caso contrario, la introducción de un sistema de pensiones obligatorio no reemplazará cada peso de ahorro voluntario, y el cambio de un sistema de pensiones a otro podrá aumentar o disminuir ese ahorro voluntario, según cuáles sean las características precisas de la reforma (mayores o menores costos y beneficios).

La teoría del ciclo de vida supone que los individuos no desean, al momento de su muerte, dejar herencia a sus hijos, familiares o amigos, y que los hijos no hacen transferencias económicas a sus padres. Sin embargo, existen otras teorías que destacan esta motivación en las decisiones de ahorro individual.⁶ Además, se trata de motivos que no dependen tan estrechamente de la existencia o características del sistema previsional.⁷ Por lo tanto, y según la hipótesis de “ahorro para herencia y para apoyo a los padres”, el cambio de sistema previsional afectará el ahorro voluntario de las personas en menor grado, y sólo mientras cambie la calidad de los beneficios ofrecidos a los posibles herederos del trabajador o recibidos por sus padres.

Por último, si se acepta la hipótesis según la cual los trabajadores son “miopes” y prefieren el consumo presente, el ahorro voluntario será igual a cero –o muy insuficiente para financiar el nivel de consumo deseado cuando viejo. En este caso, un cambio de sistema previsional no tendrá efectos significativos sobre el nivel de ahorro de las personas (excepto que la reforma lleve a cambios en el nivel de ahorro previsional).⁸

Como decíamos, es posible que tras las decisiones de ahorro individual se encuentren simultáneamente motivaciones relacionadas con el ciclo de vida; la precaución frente a eventos inesperados; la desconfianza respecto a las promesas de los sistemas de pensiones; los deseos de asegurar económicamente a hijos y padres; etc. Frente a tal variedad de motivos para ahorrar, resulta entonces difícil sostener la hipótesis de plena sustitución entre ahorro voluntario y ahorro previsional de las personas.

- *Ahorro externo vs. ahorro nacional*

El análisis de los efectos de la reforma debe distinguir también la situación, según la economía se encuentre o no plenamente integrada a la economía mundial. Si existe perfecta sustitución entre ahorro nacional y ahorro externo, todos los cambios en los niveles de ahorro nacional serían compensados por movimientos de sentido contrario en el ahorro externo. En consecuencia, ninguna reforma previsional podría tener efectos sobre el nivel de ahorro total, ni sobre la acumulación de capital físico. Sin embargo, existe evidencia suficiente en el sentido de que los flujos de capital externo no son sustituto perfecto del ahorro nacional para el país –entre otras razones, porque el resto del mundo no está dispuesto a financiar permanentemente cualquier nivel de déficit de cuenta corriente.

- *Ahorro privado vs. ahorro público*

También se deben considerar las posibilidades de sustitución entre ahorro privado y ahorro público (la “equivalencia ricardiana”). Tal como recordaremos más adelante, si se pasa desde un sistema de pensiones que no acumula reservas a otro que sí lo hace, y el Fisco reconoce como propio el déficit actuarial del sistema antiguo, los efectos de la reforma sobre el ahorro nacional podrán ser mayores o menores según los mecanismos de financiamiento que se usen. En el extremo, si el Fisco recurre a aumentos de impuestos y disminuciones de gasto (aumento del ahorro público), pero esto significa disminuciones equivalentes en el ahorro privado (por caídas en el ingreso disponible permanente, o en el valor presente del ingreso disponible de los trabajadores), se producirá un cambio en la composición del ahorro nacional, pero no, *caeteris-paribus*, en su nivel total. Sin embargo, para que se cumpla la “equivalencia ricardiana” se necesitan condiciones exigentes, muy difíciles de cumplir simultáneamente: eficiencia del mercado financiero; ausencia de restricción de liquidez; igualdad en tasas de descuento para sectores público y privado; certidumbre para flujos de ingreso, de impuestos y de gastos públicos; fuerte encadenamiento inter-generacional; ausencia de miopía de los trabajadores; y que el ahorro “por motivo precaución” sea cero o muy bajo (Hachette, 1997). Por lo tanto, no parece correcto suponer sustitución perfecta entre ahorro público y privado.

- *Ahorro individual vs. ahorro de empresas*

Finalmente, se plantea la cuestión de las posibilidades de sustitución entre el ahorro de las personas y de las empresas. Como las personas son dueñas de las empresas, tienen los derechos sobre el resultado de las mismas, lo que significa que, en ausencia de un “velo corporativo”, se podría suponer que sus respectivas decisiones de ahorro no son independientes y que existen movimientos compensadores del ahorro individual frente a cambios en el ahorro de las empresas. Sin embargo, un aumento de la imposición sobre las empresas (que reduzca el ahorro corporativo) no siempre implicará un aumento compensatorio del ahorro privado: si la propensión al ahorro de los que tienen una elevada proporción de acciones es mayor que la propensión al ahorro del resto de la población, entonces un aumento en la imposición a las empresas (que reduce el ingreso disponible de quienes tienen mayor tasa de ahorro) puede terminar reduciendo la tasa de ahorro agregada.⁹

El análisis anterior permite concluir que se necesita de condiciones muy especiales para asegurar la sustitución perfecta entre ahorro voluntario y previsional; ahorro nacional y ahorro externo; ahorro de gobierno y ahorro privado; y ahorro de empresas y de personas. Por lo tanto, la reforma al sistema de pensiones no sólo debería tener efectos sobre la composición del ahorro, sino también sobre su nivel y, consecuentemente, sobre la inversión. A continuación, y tomando en consideración este resultado, analizaremos el posible impacto de la reforma sobre cada uno de los componentes del ahorro.

ii. *Efectos de la reforma sobre el ahorro previsional*

Si suponemos que la reforma no incluye cambios en la tasa de cotización, edades de retiro o topes impondibles, el reemplazo de sistema debería llevar a un aumento del ahorro previsional, siempre que el gobierno no decida financiar las pensiones de los pasivos del sistema antiguo, ni “devolver” las contribuciones históricas pagadas al sistema de reparto por los trabajadores que se traspasan al nuevo sistema.¹⁰ Esto sucede pues los trabajadores activos siguen cotizando lo mismo que antes –sólo que ahora lo hacen a un fondo de pensiones–, mientras los pensionados deben disminuir su consumo. La magnitud de este aumento es igual a la suma de contribuciones anuales al nuevo sistema previsional, más los intereses

y dividendos recibidos por concepto de las inversiones, menos el valor de los beneficios que se pague (en el nuevo sistema). Por lo tanto, el efecto va disminuyendo en el tiempo, a medida que envejece la población afiliada al sistema y aumenta el pago de pensiones.

Como decíamos, la política fiscal podría “anular” el efecto anterior si se decide financiar las pensiones de los pasivos aumentando gastos, emitiendo deuda que es colocada en el mercado nacional, o vendiendo activos. En este caso, “todo queda relativamente igual”, pues el “desahorro previsional” de los pasivos, que originalmente era financiado con ahorro de los activos, comienza ahora a ser financiado por el fisco, en forma tal que no afecta el consumo de ningún sector de la población.¹¹

Otro efecto positivo sobre el ahorro previsional se produce si, como resultado inducido por la reforma, aumenta la cobertura del sistema (se reduce la evasión) y disminuye la subdeclaración de ingresos (salvo que las personas sustituyan, peso a peso, ahorro voluntario por ahorro previsional).

iii. Efectos sobre el ahorro voluntario de las personas

Respecto del ahorro privado voluntario, se pueden encontrar las siguientes relaciones:

- A igual tasa de cotización, el valor esperado de los beneficios a recibir, en un sistema de capitalización, es mayor que el valor esperado de los beneficios a recibir de un sistema de reparto “maduro”, tal como el que tenían la Argentina y Chile en las décadas de 1970 a 1980. Esto sucede por, al menos, dos razones. En primer lugar, la tasa de retorno de los aportes es mayor en capitalización que en reparto, pues el rendimiento de un portfolio de activos financieros, en una economía donde no sobra capital físico, será mayor que la tasa de crecimiento en el volumen de cotizaciones recaudadas (crecimiento en salario, crecimiento en cotizantes y crecimiento en pensionados).¹² En segundo lugar, la credibilidad de las promesas de un sistema de reparto es menor que la de un sistema de capitalización con administración privada que, además, es fiscalizado por entidades de regulación especializadas, y que ofrece la garantía de cuentas individuales.¹³

Si la reforma al sistema de pensiones hace subir el valor esperado de los beneficios (a igual costo) entonces se reducirá el ahorro voluntario de las personas (si éste era mayor que cero).¹⁴ La magnitud de este efecto dependerá positivamente de la sensibilidad del ahorro de las personas a la tasa de interés y del tiempo transcurrido desde la reforma (bajo el supuesto de que la credibilidad del nuevo sistema aumenta a medida que se acumulan resultados y los trabajadores se familiarizan con el mismo).

- La reforma al sistema de pensiones ayuda al desarrollo del mercado de capitales (véase sobre este aspecto la sección siguiente). Esto significa, entre otras cosas, una mayor variedad de instrumentos de ahorro; mayor confianza en las instituciones del mercado de capitales por mejores regulaciones y control, y disminución en costos de transacción. Todos estos cambios pueden afectar positivamente el ahorro financiero de las personas (que se registra en cuentas nacionales), pero también podrían disminuirlo. Lo último sucedería, por ejemplo, al desarrollarse, en el largo plazo, el mercado de rentas vitalicias (aumenta el consumo en la vejez y se evita dejar herencias no deseadas) o en el más corto plazo, al mejorar el acceso a créditos de consumo.
- El sistema de capitalización no tiene los elementos explícitos de transferencias intergeneracionales que tiene un sistema de reparto. Por lo tanto, si existe solidaridad intergeneracional, y si los trabajadores creían en las promesas del sistema de reparto, al reemplazarse este último puede aumentar el ahorro voluntario de los más jóvenes, que buscan asegurar la situación económica de sus progenitores. Sin embargo, este efecto no debería ser importante pues, tal como decíamos, la credibilidad en los sistemas de reparto es baja. Por lo tanto, si los jóvenes ahorran por este motivo, ya lo estarían haciendo antes de la reforma. De hecho, el ahorro de los jóvenes podría disminuir si ellos piensan que sus padres, que recibirían pensiones en el nuevo sistema, ya no necesitarán ayuda llegada la vejez. Por otra parte, en el hipotético caso de que el gobierno no se hiciera cargo de las pensiones y de la deuda con los trabajadores que cotizaron en el antiguo sistema, podrían aumentar las transferencias voluntarias desde jóvenes a ancianos, con efectos negativos sobre el ahorro por las diferencias en las propensiones marginales a consumir de ambos grupos.

- Si, producto de la reforma, se anticipan aumentos en el ingreso futuro, podría aumentar la proporción de consumo presente a ingreso, con la consecuente caída en la tasa de ahorro.
- El cambio desde el sistema de reparto al de capitalización individual, con cuentas individuales y beneficios directamente relacionados con las contribuciones, puede reducir de manera importante el “contenido tributario” de las contribuciones al régimen de pensiones. El trabajador percibe un aumento en su salario y decide aumentar la cantidad ofrecida de horas de trabajo. Esto significa aumentos de ingreso, de consumo y de ahorro. Sin embargo, el efecto puede ser compensado por la disminución en el ahorro voluntario de aquellos trabajadores que no tenían cobertura previsional (evasión) y que, con mayor confianza en el nuevo sistema, comienzan a cotizar en el mismo (sustituyen ahorro voluntario por ahorro previsional). Se produce, además, un efecto similar en el caso de trabajadores que antes subdeclaraban rentas y sustituían ese menor ahorro previsional por ahorro voluntario y que, luego de la reforma, comienzan a cotizar por toda su remuneración.
- La acumulación de las contribuciones obligatorias en cuentas individuales, junto con la información periódica respecto a saldos de cuentas y resultados de inversiones que reciben los trabajadores, podría aumentar su conciencia (“disminuir la miopía”) respecto de la importancia del ahorro para la vejez –o por motivo precaución. El resultado sería un aumento de su ahorro voluntario.
- Como las propensiones marginales a consumir –y a ahorrar– son distintas para individuos con distintos niveles de ingreso, una reforma al sistema de pensiones también puede afectar los niveles de ahorro individual según cuál sea su impacto sobre la distribución de ingresos. Una reforma que, en particular, transfiera ingresos desde hogares con mayor propensión a ahorrar a hogares con mayor propensión a consumir (retirados, desempleados) disminuirá la tasa de ahorro, tanto más cuanto mayores restricciones de liquidez enfrenten quienes reciben los mayores ingresos.¹⁵ Recíprocamente, cambios en el financiamiento del sistema de pensiones que introduzcan menor progresividad pueden elevar el ahorro privado, por el mayor ingreso disponible de quienes tienen una mayor propensión a ahorrar.
- Finalmente, existe una serie de efectos sobre el ahorro privado

voluntario que dependen de los mecanismos de financiamiento que utilice el Fisco para cubrir el gasto en pensiones y por el reconocimiento de contribuciones históricas al sistema antiguo. Estos se analizarán en puntos subsiguientes.

iv. Efectos sobre el ahorro de las empresas

Los efectos sobre el ahorro de las empresas se generan a través de los siguientes mecanismos:

- En primer lugar, se debe recordar que como la tasa de retorno implícita en un sistema de capitalización es mayor que la de un sistema de reparto (cuando en la economía no sobra capital), la reforma permite una rebaja en la tasa de cotización, para un mismo nivel deseado de beneficios. Bajo condiciones normales en el mercado del trabajo, esta reducción en las tasas de cotización implica una disminución en el costo de la mano de obra y, eventualmente, cambios en los resultados de las empresas, con efectos positivos sobre su tasa de ahorro.
- Por otra parte, el desarrollo y la expansión del mercado de capitales que sigue a una reforma de este tipo, tiene efectos sobre las decisiones de financiamiento de las empresas que encuentran, simultáneamente, un mercado más profundo, líquido, competitivo y variado para colocar títulos de deuda, y también para buscar capital.¹⁶ Específicamente, si como resultado de estos cambios, y para un mismo nivel de inversión deseada, cae el costo relativo del capital vs. el costo de la deuda, se debería esperar un aumento en la tasa de financiamiento con recursos propios (ahorro) de la empresa.¹⁷
- Finalmente, las “oportunidades de inversión” parecen ser en diversos casos, en particular en el chileno (Hachette, 1997), la principal determinante del ahorro de las empresas. Estas oportunidades de inversión dependerían de la selección de tecnología y de funciones de producción, variables que dependen, a su vez, de una cantidad de factores que incluyen –entre otras– las características de la institucionalidad laboral y del mercado de capitales, que fueron y son afectadas permanentemente por la reforma previsional.

La suma de estos efectos sobre el ahorro de las empresas puede

ser significativa. En la medida que las personas no sustituyan perfectamente ahorro individual por ahorro corporativo y ahorro externo, la expansión en el ahorro de las empresas, luego de la reforma previsional, llevará a mayores niveles de ahorro nacional.

v. Efectos sobre el ahorro de gobierno

Al reemplazar un sistema de reparto –sin reservas– por otro de capitalización que comienza a recibir las contribuciones obligatorias que fija la ley, se presenta inevitablemente la cuestión de cómo financiar el pago de beneficios del sistema antiguo (que se queda sin ingresos) y cómo devolver a los trabajadores que aún no recibían beneficios, las contribuciones que pagaron históricamente.

Por supuesto, si el fisco no reconoce como propias las obligaciones del sistema antiguo, y decide no pagar por los beneficios ni devolver las contribuciones, entonces caerá el consumo de los pensionados y trabajadores de más edad, permitiendo esto un aumento en el ahorro y en el stock de capital.¹⁸ Sin embargo, esta alternativa de “repudio” de la deuda pasada es poco probable, no sólo por la magnitud del problema social que se crearía, sino también porque tradicionalmente los sistemas de pensiones han contado con garantías explícitas de los gobiernos. En cambio, si el fisco decide financiar todo o parte del gasto en pensiones y reconocimiento de contribuciones históricas, las características de la política fiscal que se elija resultan decisivas para determinar el impacto de la reforma sobre el ahorro.

- Si el fisco financia el gasto con aumento de la deuda nacional explícita (venta de bonos en el mercado local) o venta de activos, los jubilados no tendrán que ajustar su consumo luego de la reforma, y los jóvenes no tendrán que aumentar su ahorro para transferir ingresos a éstos. En este caso la política fiscal actúa en dirección contraria a los efectos directos positivos de la reforma sobre el ahorro privado.
- Si el fisco emite deuda para colocar en los mercados internacionales, entonces se genera un aumento en el ahorro externo y, por lo tanto, en el stock de capital, siempre que no disminuya proporcionalmente el endeudamiento externo del sector privado o el ahorro nacional. En la práctica, no parece probable que estos efectos se anulen completamente, ya que cabe esperar dis-

minuciones en diferenciales de tasas de interés internas e internacionales (incluida una eventual mayor expectativa de devaluación) y mayores dificultades –cuantitativas– del sector privado para acceder a los mercados internacionales de capital, cuando el déficit de cuenta corriente del país está creciendo.

- Si el fisco financia el mayor gasto en pensiones reduciendo otras partidas de gasto o con impuestos, disminuye el consumo –y el ahorro– privado, por efecto del descenso del ingreso disponible. Mientras la disminución en el ahorro sea menor que la caída en el gasto público o el aumento de impuestos, el efecto neto sobre el ahorro nacional de esta política fiscal será positivo. Al respecto, es claro que una forma de alcanzar este resultado es reconociendo sólo parcialmente las obligaciones con los pensionados del sistema antiguo, lo que los obligaría a ajustar su consumo¹⁹ (siempre que no reciban transferencias voluntarias desde los más jóvenes o comiencen a desahorrar). Que, luego de la reforma, se produzca un ajuste hacia abajo en el valor de los beneficios pagados a los pensionados del sistema antiguo no es improbable, pues una vez que el costo del financiamiento de las pensiones ya no se puede traspasar automáticamente hacia futuras generaciones –que no votan– ésta se transforma en una decisión que estará bajo mayor control político.

Es claro, por lo tanto, que las decisiones fiscales respecto a la proporción de las obligaciones del sistema antiguo que se reconocerá y la forma de financiar ese gasto, tienen un impacto que puede, ya sea compensar o permitir que se manifiesten los efectos de la reforma sobre el ahorro privado.

vi. Efectos sobre el ahorro externo

Además de los efectos sustitución respecto a otras formas de ahorro, la reforma previsional puede tener efectos sobre el grado de integración del país a los mercados internacionales de capital y, a través de este mecanismo, efectos sobre el nivel de ahorro externo.

- La acumulación de fondos de pensiones llevará, inevitablemente, a la posibilidad de autorizar su diversificación internacional, ya sea como forma de evitar problemas en mercados de capital

locales relativamente poco desarrollados, o para asegurar una mejor diversificación del riesgo. A su vez, la mayor apertura de la cuenta de capitales que está asociada a una autorización para la inversión internacional de los fondos de pensiones, debería servir como estímulo para la entrada de capitales al país (Fontaine, 1997).²⁰

- Existe también una relación directa entre la reforma al sistema de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales, y entre éste y mayores niveles de ahorro externo.

Por lo tanto, es posible que la reforma al sistema de pensiones impacte positivamente sobre el nivel de ahorro externo y, además, que ese efecto sea creciente en el tiempo según se perfeccione la regulación del mercado de capitales y, bajo la presión de los fondos de pensiones, se liberen las restricciones para la integración del mercado de capitales doméstico al mercado internacional.

2. Reforma y mercado de capitales

La discusión de la sección anterior ilustró las relaciones entre crecimiento del mercado de capitales y ahorro y concluyó que, a priori, no se puede garantizar que la expansión en el ritmo de desarrollo del mercado de capitales que puede impulsar una reforma al sistema de pensiones tenga efectos positivos sobre el nivel de ahorro nacional. Sin embargo, quedó también bien establecido que un mercado de capitales más desarrollado contribuirá efectivamente al crecimiento económico del país.

Una reforma al sistema de pensiones que lleve a reemplazar un régimen de financiamiento sobre la marcha (de reparto) por otro de capitalización, influirá sobre el mercado de capitales a través de tres caminos (cada uno de ellos relacionados entre sí):

- *Tamaño del mercado.* La acumulación de fondos en el nuevo sistema de pensiones da origen a una importante demanda por activos financieros. El nivel de esa demanda depende principalmente de: la cobertura que alcance el nuevo sistema; las tasas de cotización; la estructura de edad de la población que quede incorporada al mismo; y el régimen legal de inversión que se aplique.²¹ A su vez, la composición de la demanda se verá influida

por la regulación de inversiones; la forma que tome la competencia entre los administradores privados y cómo esto afecte sus decisiones de portfolio; y según la regulación permita o no el desarrollo de un mercado de rentas vitalicias como alternativa de pensión.

Esta demanda por activos financieros es, literalmente, “creada” por la reforma, e induce una serie de cambios en el mercado de capitales que incluyen: mayor liquidez; cambio en precios relativos de distintos tipos de activos financieros; aprovechamiento de economías de escala; etc. Todas estas transformaciones tienen efectos positivos sobre la eficiencia del mercado.

- *Regulación de inversiones.* Al establecer un sistema de pensiones obligatorio el Estado asume compromisos –explícitos e implícitos– respecto a sus resultados, cuya naturaleza no se modifica como consecuencia de la reforma. Existen, sin embargo, cambios importantes en la forma en que se asegura que el sistema de pensiones cumpla con las expectativas, pues cuando se adopta un sistema de capitalización, se hace especialmente necesario garantizar la transparencia en las operaciones financieras; evitar situaciones que den origen a conflictos de interés en la administración de los fondos; y controlar el riesgo global del portfolio de inversiones. Como se observa en el caso chileno, la regulación que se desarrolló en un principio sólo para cumplir con las condiciones que exigen las industrias de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros de Vida, sirvió también después a una variedad más amplia de instituciones y, en muchos casos, terminó incorporada como nuevo elemento permanente del marco legal del mercado de capitales.
- *Regulación del mercado de capitales.* La presión que ejerce sobre las instituciones del mercado la creciente demanda por activos financieros originada en fondos de pensiones y compañías de seguros de vida, más la necesidad de adecuar regulaciones para limitar los riesgos a que quedan expuestos los portfolios de estos inversionistas, sirve también para estimular un proceso de revisión permanente de la legislación del mercado de capitales, con el objeto principal de perfeccionar las regulaciones que afectan los mercados de los instrumentos financieros más tradicionales y de crear oportunidades para que surjan nuevas alternativas de inversión que permitan formar portfolios más diversificados.

Notas

1. Algunas investigaciones empíricas concluyen que, efectivamente, los efectos de la reforma sobre la eficiencia económica son más importantes que el impacto sobre el ahorro.

2. En este aspecto, el diseño más peculiar es el de Bolivia.

3. Por ejemplo, al establecer cuentas individuales y beneficios relacionados directamente con las contribuciones (cambios que podrían ser independientes de la forma de financiamiento del sistema), los aportes obligatorios al sistema de pensiones pueden ser considerados por los trabajadores en menor grado como impuesto y en mayor grado como “ahorro”, corrigiéndose así una distorsión en el mercado del trabajo.

4. En todo caso, si aceptamos las experiencias reales de reforma como prueba de que las distintas características de diseño no se pueden combinar de otra forma, un ejercicio de este tipo no tendría mucho sentido.

5. Partes de esta sección se basan en los trabajos de Valdés y Cifuentes (1990) y Corsetti y Schmidt-Hebbel (1997).

6. Aun cuando en la literatura predomina el modelo ahorro-consumo del ciclo de vida, se basa en supuestos particularmente fuertes. Por un lado, se asume que los individuos pueden calcular su tiempo de sobrevida luego del retiro, y por otro lado que también pueden definir un patrón óptimo de consumo temporal. Diversos estudios revelan que la evidencia empírica se ajusta mejor a la hipótesis de que los individuos no consumen plenamente sus ahorros, y que dejan una buena proporción de los mismos en la forma de herencias. Véase Kotlikoff y Summers, 1991.

7. A pesar de que prácticamente todos los sistemas de pensiones ofrecen beneficios a la viuda e hijos del trabajador fallecido, incluyendo rentas vitalicias con períodos de pago garantizado.

8. En presencia de trabajadores “miopes” sin embargo, si la reforma del sistema de pensiones aumenta la probabilidad de controlar el cumplimiento (el “enforcement”) del sistema, entonces el ahorro previsional puede aumentar, sin afectar el ahorro privado –que por definición sigue siendo cero.

9. En el caso chileno no existe evidencia directa en favor o en contra de la hipótesis de “velo corporativo” en las decisiones de ahorro individual, aunque resulta razonable explicar el ahorro de las empresas principalmente en función de las oportunidades de inversión, y el ahorro de las personas en función del ingreso permanente (Hachette, 1997).

10. Puede haber efectos si existen diferencias en los costos de administración de ambos sistemas. A igual tasa de cotización, aumenta el ahorro previsional si el nuevo sistema tiene menores costos que el antiguo.

11. Véase punto (v) siguiente. Podría generarse efectos indirectos positivos sobre el ahorro voluntario de las personas y empresas –y sobre la eficiencia de la economía– si el fisco recurre, por ejemplo, a la privatización de empresas públicas, o si el incremento de la deuda explícita del Fisco induce un mayor control sobre las decisiones de gasto público.

12. Véase Valdés (1990).

13. Valdés (1997, pág. 1) cita un reportaje de *Time*, según el cual en una encuesta realizada en los Estados Unidos a personas de entre 18 y 34 años, el 46% respondió que creía en los platillos voladores, pero sólo el 28% creía que, al momento de su retiro, existiría Seguridad Social.

14. Si se parte de bajos niveles de ahorro voluntario, el efecto puede ser débil. Por otro lado, más allá del efecto de sustitución, el incremento del ingreso da lugar a un efecto ingreso que aumenta la tasa de ahorro, en magnitud tanto mayor cuanto menor los niveles iniciales de ahorro privado.

15. Boadway y Wildasin (1994).

16. Menores costos de intermediación implican mayores tasas netas de retorno de los proyectos de inversión. Ello implicará una mayor demanda de ahorros y estimulará una expansión de ahorro. En la medida que el ahorro externo no sea perfectamente elástico, cabe esperar algún incremento en el ahorro doméstico, en particular en el ahorro privado.

17. Excepto en los casos en que el sistema tributario discrimina significativamente en favor del financiamiento vía deuda.

18. Aunque probablemente también caería el ahorro privado de las generaciones más jóvenes de los familiares que tomaron a cargo las pensiones sustitutivas de los pagos del antiguo régimen.

19. Arellano (1985).

20. El efecto parece haber tenido lugar en el caso chileno. Una vez autorizados los fondos de pensiones a invertir en el exterior, se instalaron en Chile administradores de portafolios internacionales a ofrecer sus servicios. En algunos casos el conocimiento más directo del mercado chileno ha llevado a éstos a invertir en ese país.

21. Por ejemplo, si se obliga a canalizar parte importante de las inversiones al sector público, disminuye el impacto directo en mercados de capitales.

CAPÍTULO 2

La experiencia de Chile

1. Reforma de pensiones y ahorro

Chile no ha estado ajeno al debate reseñado en el capítulo precedente, y los efectos sobre el ahorro de la reforma al sistema de pensiones chileno han sido objeto de controversia prácticamente desde el momento que ésta se aprobó en 1980. Así, algunos sostienen que la reforma no ha tenido efectos de importancia sobre el ahorro, y que el incremento observado en el ahorro nacional durante el período posreforma se explica principalmente por aumentos en el ahorro del gobierno (lo que reflejaría una decisión de política fiscal independiente de la reforma), y en el ahorro de las empresas (que sería resultado de otros cambios institucionales distintos a la reforma previsional). Frente a esta posición, otros argumentan que los efectos han sido importantes, poniendo énfasis en las interacciones que se producen entre reforma previsional y política fiscal y destacando los efectos indirectos positivos de la reforma sobre el ahorro voluntario de las personas y el ahorro de las empresas, y la influencia del nuevo sistema previsional sobre la eficiencia de la economía.

Las cifras agregadas de ahorro en Chile crecen fuertemente desde 1985, una vez que el país se recupera de la crisis financiera de la primera mitad de los '80 (véase cuadro 1 en Anexo). Naturalmente, la simple coincidencia histórica entre este fenómeno y el desarrollo del nuevo sistema de pensiones, sugiere que el impacto de la reforma previsional puede haber sido importante. Sin embargo, y en

consideración a los antecedentes presentados en el capítulo anterior, es claro que se necesitan estudios más detallados que sirvan para demostrar la verdadera contribución que puede haber hecho la reforma previsional a la expansión del ahorro.

i. Análisis de Cuentas Nacionales

Un posible camino es estudiar los cambios en el nivel y composición del ahorro total durante los últimos años, sobre la base de las cifras de cuentas nacionales.

Marcel y Arenas (1991) y Arrau (1992), luego de examinar las cifras de ahorro para el período 1980-1991, coinciden en concluir que resulta difícil justificar una mayor tasa de ahorro nacional por medio del componente de ahorro privado previsional, y que los cambios que se observan en el ahorro e inversión nacional dependen más del proceso de ajuste de la economía chilena y no de la reforma previsional.

El mismo Arrau (1996), luego de descomponer la tasa de ahorro nacional entre el sector público, empresas y personas, observa que el ahorro de las personas (que sería igual al ahorro previsional obligatorio pues supone ahorro voluntario igual a cero), crece desde 0,9% del PBI en 1981, hasta 3,9% del PBI en 1994. Al consolidar el déficit previsional del sector público con el ahorro previsional de las personas, concluye que el desahorro neto disminuye desde un máximo de 6,5% del PBI en 1982 hasta 0,6% del PBI en 1994 (véase cuadro 2 en Anexo), lo que se podría interpretar como evidencia de un efecto positivo de la reforma. Sin embargo, sus cifras muestran también que existió un importante esfuerzo de ahorro público en el período durante el cual, además, se habría registrado un fuerte aumento en el ahorro de las empresas (desde un 5,4% del PBI en 1980 hasta 16,4% en 1994), siendo éstos los factores que, en su opinión, explicarían buena parte del aumento en el ahorro nacional (aunque agrega que, en este contexto, la reforma previsional –“por su efecto indirecto en el desarrollo del mercado de capitales y en la oferta de fondos para financiar la inversión– tiene un lugar preponderante entre las reformas que mejoraron el entorno en que el ahorro y la inversión se retroalimentan el uno con el otro”).

Agosin, Crespi y Letelier (1997) coinciden con Arrau en identificar el ahorro de las empresas y del gobierno como principal explicación del aumento del ahorro nacional, pero sus cifras también

muestran que el ahorro previsional obligatorio en el sistema de AFP crece constantemente desde 1981, sin que se produzca un aumento en el desahorro voluntario de las personas en el mismo período (véase cuadro 3 en Anexo). Esto reflejaría una contribución positiva, aunque en sus palabras “no la más importante”, de la reforma al sistema de pensiones sobre el ahorro nacional.

Holzmann (1996) construye una medida de “ahorro previsional neto” restando al ahorro, en el sistema de AFP, el costo fiscal de la reforma,¹ y concluye que la contribución de la reforma al ahorro doméstico fue negativa hasta 1988, fecha a partir de la cual la situación cambia sólo por la mayor rentabilidad en la inversión de los fondos (véase cuadro 4 en Anexo). Luego, en el mismo trabajo, compara el ahorro previsional de las personas neto del déficit fiscal por la reforma (“ahorro previsional neto”), con el ahorro del sector privado neto del sistema de pensiones (“ahorro voluntario de empresas y personas”) y con el ahorro de gobierno neto del déficit previsional, observando que, luego de un período (1980-1988), en que todas estas magnitudes “netas” crecen al mismo ritmo, tanto el ahorro no previsional público como el privado se mantienen, cada uno, en niveles prácticamente constantes e iguales al 10% del producto nacional. En su opinión, esta evidencia confirmaría sus resultados econométricos que no muestran un impacto directo y positivo de la reforma sobre el ahorro privado.

Finalmente, y según cifras presentadas por Hachette (1997), entre 1981 (primer año de operación de las AFP) y 1990, el ahorro previsional crece sostenidamente y llega a representar un 9,5% del PBN. En esos años no se observa una disminución del ahorro privado voluntario (personas y empresas) magnitud que, por el contrario, crece sostenidamente desde 1984, ni tampoco del ahorro del sector público que crece sostenidamente desde 1986, lo que se podría interpretar como una contribución neta positiva del ahorro previsional al ahorro nacional (véase cuadro 5 en Anexo).

El examen directo de las cifras agregadas de ahorro basadas en Cuentas Nacionales parece sugerir entonces que la eventual contribución de la reforma previsional al crecimiento del ahorro en Chile ha sido modesta (aunque positiva). Sin embargo, existen al menos cuatro razones por las cuales se necesitan análisis más profundos que sirvan para ratificar o modificar esta conclusión.

- Existen problemas con la calidad de la información agregada de

ahorro que hacen difícil estudiar la evolución de los distintos componentes del ahorro privado.

En Chile no se hacen estimaciones directas del ahorro privado variable que, por lo tanto, se mide como residuo, luego de medir el ahorro de gobierno y el ahorro externo directamente (se estima el ahorro privado como la diferencia necesaria para financiar la inversión doméstica, que se mide directamente). Para descomponer el ahorro privado se puede medir el ahorro previsional y luego calcular el ahorro de las empresas suponiendo que el ahorro voluntario es cero (Arrau, 1996). Alternativamente, se evita descomponer entre el ahorro voluntario de empresas y personas si se define una variable agregada que mida el ahorro privado no previsional (Hachette, 1997). Por último, se puede recurrir a cifras de ahorro de las personas que el Banco Central estimó (“informalmente” según Hachette, 1997). Sin embargo, según estos últimos resultados el ahorro voluntario de las personas habría sido siempre negativo en Chile durante los últimos años, con la única excepción del año 1985 (+1,4% PBI) (véase cuadro 3 en Anexo) (Agosin, Crespi y Letelier, 1997).² Como dice Hachette (1997) estas cifras son “sospechosas” y obligan a usar la máxima cautela al interpretar los resultados de tests estadísticos basados en ellas.

Por otra parte, la única fuente disponible para medir las cifras agregadas de ahorro en Chile son las Cuentas Nacionales, las que fueron modificadas en el año 1993, cuando se dieron a conocer nuevas estimaciones con base 1986, en lugar de las anteriores con base 1977. Tal como lo reporta Arrau (1996), para el período 1985-1993 el PBI base 1986 es siempre mayor que el PBI base 1977 (llegando la diferencia a 13% en el período 1989-1992) y el ahorro total base 1986 es siempre mayor que el ahorro total base 1977. Esto significa que existe un incremento “de naturaleza metodológica” en las tasas de ahorro que lleva también a importantes cambios en la participación relativa del ahorro nacional y ahorro externo entre las dos series, con un significativo aumento del ahorro previsional (obligatorio) y ahorro voluntario (véase cuadro 6 en Anexo).

La falta de datos desagregados que permitan conocer la composición del ahorro privado voluntario, hace muy difícil evaluar la importancia de los efectos indirectos de la reforma sobre el ahorro a pesar que, según nuestro análisis anterior, éstos pueden

ser relevantes. Por ejemplo, es posible que parte de la expansión en el ahorro de las empresas –que, como hemos visto, explicaría gran parte del aumento en el ahorro nacional durante los últimos años– se deba a los efectos de la reforma sobre las oportunidades de inversión y sobre el menor costo relativo del financiamiento vía capital; y que otra parte corresponda a errores de medición, producto de haber sumado inadvertidamente el ahorro voluntario de las personas a la serie.

En el mismo sentido, si aceptamos que la reforma puede tener efectos sobre el ahorro voluntario de las personas, cuando intentamos medir empíricamente este fenómeno no deberíamos suponer que el ahorro voluntario es cero.

- En segundo lugar, aunque un elemento central de la reforma al sistema de pensiones chileno fue el cambio en su forma de financiamiento, administración y estructura de beneficios, simultáneamente se hicieron otras modificaciones al diseño, cada una de las cuales puede tener efectos sobre el ahorro. Entre todos los cambios legales de comienzos de los '80, aquellos distintos a la implementación de un sistema de AFP, y con mayor impacto potencial sobre el ahorro nacional, fueron los siguientes:
 - En 1979 (D.L. 2448) se terminó con el sistema de pensiones de antigüedad y de “pensiones prematuras” y se estableció en 65 años la edad de jubilación de los hombres y 60 años de edad para las mujeres.³ Este cambio significó postergar la edad de jubilación efectiva prácticamente a todos los trabajadores que estaban incorporados a “Cajas de Previsión” distintas al Servicio de Seguro Social (para obreros), y que representaban aproximadamente un 35% del total (Cheyre, 1988).
 - En 1980 (D.L. 3501) se modificó la estructura de cotizaciones. Los cambios incluyeron: eliminar la tasa de cotización destinada al financiamiento de la asignación familiar y subsidios de cesantía (que pasaron a ser de cargo fiscal); traspasar al trabajador la mayoría de las cotizaciones que eran de cargo del empleador (se aumentaron las remuneraciones para que no disminuyera el sueldo líquido del trabajador), y rebajar las cotizaciones para quienes se cambiaron al nuevo sistema (lo que significó un aumento en el salario “líquido” o “neto” en porcentajes que dependían de la Caja de Previsión donde antes cotizaba cada trabajador).⁴

- En 1980 (D.L. 3.501) se aumentó el tope imponible a UF60.⁵ Es claro, entonces, que en el caso de Chile la inspección de los niveles y composición de las cifras agregadas de ahorro nacional no es suficiente para resolver empíricamente la cuestión del impacto del reemplazo de un sistema de reparto, pues simultáneamente se estaban produciendo otras reformas al sistema previsional que, al menos conceptualmente, son independientes a las características propias de un sistema de capitalización individual.
- Tampoco se debe olvidar que la reforma previsional fue parte de un programa de muy amplias y profundas reformas económicas iniciadas en Chile en 1973 con la llegada de las Fuerzas Armadas al poder, cada una de las cuales también tiene efectos sobre el ahorro.⁶ Así, y principalmente durante la segunda mitad de la década de los '70, con anterioridad a la reforma al sistema de pensiones, se adoptó una gran cantidad de medidas para desregular y abrir los mercados a la competencia; reducir el tamaño del Estado; integrar la economía al resto del mundo y restablecer los equilibrios macroeconómicos básicos. El proceso de cambio continuó durante los '80, período en el cual se profundizaron las reformas a la legislación laboral y régimen tributario; se modificó la regulación a los flujos de capital internacional, y se cambió sustancialmente la regulación de los sectores bancario, financiero y de compañías de seguros de vida. Todos estos cambios tienen efectos sobre el nivel de ahorro total; sobre las participaciones relativas del ahorro nacional y externo; y sobre la composición del ahorro nacional, efectos que en algunos casos pueden potenciar y en otros actuar en dirección opuesta a los que se originan en la reforma previsional.
- Finalmente, durante las décadas de los '80, y '90 Chile se vio afectado por importantes shock externos que afectaron los términos de intercambio, los flujos de capital y, consecuentemente, el desempeño económico doméstico. Los niveles y composición del ahorro (nacional vs. externo) cambiaron también por estas razones.

En general, los mismos autores ya citados advierten sobre estos problemas y coinciden en señalar que para demostrar empíricamente las proposiciones conceptuales que establecen una relación positiva entre reforma previsional (o cambio en el régimen de financiamiento de un sistema de pensiones obligatorio) y ni-

veles de ahorro nacional, es necesario desarrollar ejercicios más sofisticados que permitan capturar los efectos indirectos de la reforma sobre el ahorro voluntario de personas y empresas, y distinguir la influencia de otros cambios que ocurren simultáneamente, pero que sean independientes de la reforma en cuestión. Estos ejercicios, además, deberían permitir medir los efectos económicos de la reforma sobre la eficiencia económica, cuestión que tampoco se hace evidente en la inspección de cuentas nacionales.

ii. Modelos econométricos

Desde el trabajo de Auerbach y Kotlikoff (1987) se ha hecho relativamente común el uso de modelos de crecimiento exógeno y generaciones traslapadas para evaluar el impacto económico de establecer y modificar un sistema de pensiones obligatorio.

Estos modelos simulan el inicio de la operación de un sistema de reparto financiado con contribuciones proporcionales al salario, como un proceso de transferencia de ingresos desde trabajadores jóvenes con propensiones marginales a ahorrar relativamente altas, hacia pensionados con alta propensión marginal a consumir. Al pasar de un sistema de reparto a otro de capitalización, y cuando no existe intervención fiscal, se produce el efecto inverso: disminuye el ingreso de las generaciones de más edad, y se comienza a acumular el ahorro de los jóvenes en los fondos de pensiones. La política fiscal puede afectar estos resultados, según cuál sea la combinación de herramientas fiscales que use el Gobierno. Un uso más intenso de impuestos y contracción de otros gastos, maximiza el impacto de la reforma sobre el ahorro. Si se recurre a deuda y venta de activos, estos efectos se minimizan. Los modelos más sofisticados permiten capturar los efectos sobre la eficiencia económica de las distintas alternativas de financiamiento fiscal y del cambio de un sistema de impuestos al trabajo (cotizaciones en sistema de reparto) por otro de impuestos generales (usados para financiar la reforma), y el efecto de restricciones al endeudamiento de las personas.

En general, este tipo de modelo es útil y efectivo para simular el impacto de largo plazo sobre ahorro y acumulación de capital de distintas estrategias para el financiamiento fiscal de la transición luego de una reforma, pero no están contruidos con el objeto de

medir los efectos reales, en el corto y mediano plazo, de una reforma específica. De hecho, en el caso particular de Chile no existen estudios que intenten medir las consecuencias económicas que ha tenido la reforma previsional de 1980 sobre la base de esta metodología.⁷

Existen, en cambio, estudios que siguen el camino de estimar funciones de ahorro (consumo) individual, especificadas de tal forma que se capturen los efectos directos e indirectos de la reforma. A continuación presentaremos las conclusiones de estos trabajos.

Haindl (1995) construye una función lineal de ahorro privado no previsional (empresas y voluntario de personas) para Chile, que depende de la carga tributaria del país; del ingreso extranjero neto (pues afecta el ingreso disponible nacional); de la proporción de ingreso permanente a ingreso observado; del ahorro previsional en el sistema de AFP; del ahorro de gobierno (incluyendo seguridad social); del ahorro externo; del tamaño de los fondos de pensiones, y de la tasa de interés real pagada por los depósitos. Luego estima los coeficientes de este modelo usando mínimos cuadrados ordinarios y en dos etapas, y obtiene los siguientes resultados:

- Existiría baja sustitución entre el ahorro previsional y el ahorro privado no previsional, lo que valida la hipótesis de restricciones al crédito que enfrentaría la mayor parte de la población. Sin embargo, los resultados estadísticos no permiten sacar una conclusión definitiva (no se puede rechazar la hipótesis nula de que no existe nada de sustitución, o de que ésta es completa).
- Existiría baja sustitución entre ahorro de gobierno y ahorro privado (no se cumple la equivalencia ricardiana). Aunque desde un punto de vista estadístico los resultados no son sólidos, se rechaza la hipótesis nula de completa "equivalencia ricardiana".
- El tamaño de los fondos de pensiones se relaciona positivamente con el ahorro privado (posiblemente por su relación con el desarrollo del mercado de capitales).
- La tasa de interés real no es significativa como explicación de cambios en el ahorro privado.

Tomando estos resultados en su conjunto, Haindl concluye que la reforma previsional explica un aumento del ahorro total del país, equivalente al 6,6% del PBI. Esto como resultado del ahorro en el sistema de AFP (3,1% del PBI); el efecto por el crecimiento en el ta-

maño del fondo (4,2% del PBI), y un pequeño efecto compensador (-0,7% PBI). En consecuencia, según sus resultados, dos tercios del aumento del ahorro del país se pueden atribuir a la reforma previsional (véase cuadro 7 en Anexo).

Holzmann (1996) construye un modelo de crecimiento endógeno, en el cual la tasa de ahorro se relaciona positivamente con una serie de variables que miden la profundidad, liquidez y madurez de los mercados financieros, además del ahorro público; y donde la tasa de progreso tecnológico depende no sólo de la tasa exógena de cambio técnico en el trabajo, sino también de una "variable de eficiencia" que, a su vez, depende del desarrollo del mercado financiero. Al calibrar este modelo para el caso chileno concluye que la reforma al sistema de pensiones ha contribuido al desarrollo del mercado de capitales y que este fenómeno, a su vez, ha estimulado el crecimiento económico. Además, sus resultados respaldan a quienes afirman que el reemplazo de un sistema de reparto por otro de capitalización que establece una relación directa entre contribuciones y beneficios, sirve para corregir distorsiones en el mercado del trabajo, lo que también afecta positivamente la tasa de crecimiento. Sin embargo, encuentra que la reforma no ha impactado positivamente sobre el ahorro privado y que, por el contrario, el desarrollo del mercado financiero que resulta del cambio en el sistema previsional ha reducido el ahorro privado voluntario entre el 0,8% y el 1,8% del PBI. Este efecto se explicaría, a su vez, por el "efecto ingreso" (mayor riqueza induce mayor consumo) del aumento en la tasa de retorno (interés real) luego de la reforma y el mejor acceso a créditos de consumo. El conjunto de sus resultados se resume en el cuadro 8 en Anexo.

Buscando explicaciones para el aumento del ahorro en Chile desde 1985, Morandé (1996) estima distintas funciones de ahorro privado voluntario, variable que hace depender, en todas las especificaciones, del producto interno; del ahorro externo; del ahorro de gobierno; y del crecimiento del producto y, además, de otras variables según el modelo que escoge. Entre estas otras, se incluyen directamente, los términos de intercambio; la inflación y una definición estricta (M1) de dinero per cápita, y bajo la forma de una "dummy" recoge el efecto de la aparición de los fondos de pensiones y la reforma tributaria (1984-1987). Los resultados de su ejercicios muestran que el crecimiento de los fondos de pensiones puede haber influido de manera importante en el aumento del ahorro pri-

vado, lo que atribuye a los efectos indirectos por mayor profundidad del mercado financiero (contrario al resultado de Holzmann) y menor miopía de los trabajadores.

Corsetti y Schmidt-Hebbel (1997), construyen una función que tiene la relación entre consumo privado y el ingreso disponible (privado) como variable dependiente, explicada por la relación de ingreso permanente (privado) a ingreso disponible; ahorro permanente de gobierno a ingreso disponible (privado); ahorro externo a ingreso disponible; tasa de interés real; participación de fondos de pensiones en el producto, y la parte de la cotización al sistema de reparto que representa un “impuesto puro”. Luego prueban este modelo con datos de Chile para el período 1971-1992 y observan que el tamaño relativo del ahorro en el sistema de AFP afecta negativamente el consumo privado. Tal como Morandé, atribuyen este resultado a la influencia del desarrollo del mercado de capitales sobre el ahorro privado, y a una disminución en la “miopía” de los trabajadores. Luego de recordar que esto se puede deber también al efecto de otros cambios estructurales en la economía chilena durante este período, concluyen –tentativamente– que la reforma al sistema de pensiones chileno puede haber contribuido al importante aumento observado en el ahorro privado durante los últimos años.

Finalmente, Hachette (1997) en un trabajo que intenta explicar el ahorro privado voluntario (suma de empresas y personas) en Chile, construye un modelo en el cual el ahorro depende de la función de utilidad de los agentes y de la disponibilidad de recursos presentes y futuros. Estos últimos, dependen de las “oportunidades de inversión” que, a su vez, determinan la productividad del capital (las “oportunidades de inversión” son, por lo tanto, una variable central para explicar el ahorro). Al estimar, con datos de Chile, las dos ecuaciones del modelo (ecuación de ahorro privado voluntario y ecuación de oportunidades de inversión) obtiene los siguientes resultados relevantes para nuestra discusión:

- El ahorro público desplaza totalmente el ahorro privado voluntario (equivalencia ricardiana). Esta conclusión no cambia cuando se separa el ahorro previsional forzoso del ahorro público. Esto significaría que el sistema de capitalización no estimularía el ahorro privado adicional. Sin embargo, no se debe interpretar esto como que el reemplazo de un sistema por otro no tenga efectos sobre el ahorro (en esta parte Hachette trabaja con datos trimes-

trales para el período 1985-1995). Como el mismo autor advierte, sólo muestra que un peso ahorrado en el sistema previsional actual es perfecto sustituto de un peso ahorrado fuera del sistema.

- Las “oportunidades de inversión” aparecen como determinantes para estimular el ahorro. A su vez, la reforma al sistema de pensiones, por sus efectos sobre el mercado de capitales y la eficiencia productiva, podría incentivar las “oportunidades de inversión”. Se encuentra aquí, entonces, una relación indirecta entre reforma y mayor ahorro privado.

2. Reforma y mercado de capitales

Antes de examinar la evidencia particular del caso chileno, analicemos brevemente los efectos económicos de largo plazo del perfeccionamiento en la regulación del mercado de capitales que induce una reforma previsional.⁸

- El desarrollo del mercado de capitales observado en Chile durante los últimos años, “puede ser interpretado como un continuo proceso de innovación, legislación y reglamentación con una dinámica interna”,⁹ que tiene evidentes efectos positivos y de una vez, sobre la eficiencia económica, pero que también tiene efectos permanentes y de largo plazo. Como hemos visto, esto puede representar una de las contribuciones más importantes de la reforma previsional al crecimiento económico.
- Los efectos directos más fáciles de identificar de este fenómeno incluyen: reducción de costos en el mercado de capitales; posibilidades para dar las características deseadas a la estructura de pasivos de las empresas, y una mayor transparencia en el mercado financiero. Existen, además, otros efectos indirectos y externalidades de importancia. Así, por ejemplo, como hay economías de escala en el mercado de valores, el hecho de que aparezcan más participantes favorece la competencia. Por otra parte, mejora también la educación de quienes se desempeñan en el mercado y las formas de administración en las empresas intermediarias. Finalmente, y como hemos dicho, se observa que regulaciones específicamente creadas para un determinado segmento del mercado, son de uso también para el conjunto del mismo.
- Esta acumulación de conocimiento en personas, leyes y regla-

mentos –“capital institucional”– es un fenómeno de carácter permanente impulsado por la misma acumulación de fondos y por la presión de los administradores del sistema de pensiones que tienen interés en el desarrollo de nuevos instrumentos, mercados y en el perfeccionamiento de los existentes. Son estas las fuerzas que sirven para sostener un proceso continuo de innovación y desarrollo en el mercado de capitales. A su vez, estos efectos permiten alcanzar ganancias –por una vez– en eficiencia económica, pero también son una influencia de largo plazo sobre el crecimiento económico.

Una vez aprobada la reforma al sistema previsional en 1980, el traspaso de trabajadores hacia el nuevo sistema de pensiones fue masivo. En sólo ocho meses de operación, el número de afiliados a las AFP era de 1.400.000, cifra equivalente al 63% de los trabajadores que a fines de 1980 estaban adscritos a las Cajas de Previsión del régimen antiguo y al 39% de la fuerza de trabajo. En 1982 las AFP recibieron US\$ 421 millones por concepto de cotizaciones netas¹⁰ de los trabajadores. Posteriormente, el flujo de cotizaciones disminuyó hasta llegar a US\$ 261 millones en 1985,¹¹ pero desde 1986 en adelante ha crecido sistemáticamente hasta US\$ 1.218 millones en 1994 (véase cuadro 9 del Anexo).

Los fondos de pensiones administrados por las AFP aumentaron de US\$ 306 millones en 1981 a US\$ 27.672 millones en 1996 (véase cuadro 10 en Anexo). Por otra parte, las inversiones de las compañías de seguros de vida, cuyo desarrollo ha estado estrechamente vinculado con el sistema de pensiones,¹² subieron de US\$ 677 millones en 1980 a US\$ 8.539 millones en 1994 (véase cuadro 11 en Anexo). A su vez, el ahorro previsional, medido como el flujo de cotizaciones más los intereses¹³ y otros aumentos y menos el pago de comisiones a las AFP y el gasto en pensiones, ha representado entre el 11% y el 18% del ahorro total durante el período 1982-1996 (véase cuadro 12 en Anexo).

Naturalmente, esta rápida expansión en el volumen de fondos ha llevado a aumentar cada vez más el peso relativo de éstos en los distintos mercados de activos financieros. Así, por ejemplo, en 1996 las inversiones de los fondos de pensiones en letras hipotecarias representaban el 59% del mercado respectivo; las inversiones en títulos del Banco Central, un 56%; en bonos de empresas, un 54%, y en acciones, un 6% (véase cuadro 13 en Anexo).

i. Cambios en regulación

Esta significativa acumulación de recursos financieros en los fondos de pensiones y compañías de seguros de vida iniciada luego de la reforma previsional, sirvió para promover cambios sustanciales en la institucionalidad del mercado de capitales chileno. Aunque algunos cambios de importancia fueron realizados antes del inicio de las operaciones del nuevo sistema previsional, la mayoría se ha materializado simultáneamente con el crecimiento de los fondos previsionales.

En parte, es dicha simultaneidad entre la creación y crecimiento de los fondos previsionales y las reformas institucionales en el mercado de capitales, lo que sugiere que dichos avances serían una consecuencia directa de la reforma al sistema de pensiones. En otros casos, tal como el establecimiento del sistema de calificación¹⁴ de riesgo de los instrumentos de oferta pública o la regulación de conflictos de interés, la evidencia respalda claramente esta relación de causalidad, pues las reformas se justificaron por la necesidad de asegurar un marco adecuado para el proceso de inversión de los fondos de pensiones, y quedaron incorporadas a esa institucionalidad.

Otro aspecto llamativo de la experiencia chilena es la continuidad del proceso de cambios legales durante la década del '80 y del '90. Este fenómeno también se puede interpretar como evidencia de una estrecha relación entre la acumulación de los fondos y la transformación institucional del mercado de capitales, pues parece improbable que se hubiese producido igual dinámica sin la presión constante que han ejercido las AFP y compañías de seguros de vida a través de la demanda creciente por activos financieros y de proposiciones concretas tendientes a perfeccionar la normativa del sistema de pensiones y del mercado de valores, con el objeto de optimizar la inversión de los fondos previsionales.

En el caso de las leyes del mercado de valores, los cambios de los últimos años han estado orientados principalmente a: controlar la generación de potenciales conflictos de interés; incrementar la eficiencia en el proceso de intermediación de capitales; aumentar la transparencia de las operaciones en el mercado de valores; facilitar e incentivar el desarrollo de nuevos instrumentos y mercados, y fortalecer y modernizar la fiscalización ejercida sobre las entidades participantes del mercado de capitales.¹⁵

En relación con el sistema de pensiones, la regulación ha debido combinar la necesidad de acomodar la gran demanda de activos financieros de los fondos de pensiones con el gradual desarrollo del mercado de capitales, y de asegurar la transparencia en el manejo de estos fondos. Así, en un principio, se restringieron las inversiones a los instrumentos de renta fija de oferta pública, estableciéndose límites máximos por instrumento y emisor, con el objeto de asegurar que las transacciones se realizaran en condiciones públicamente conocidas y de acotar el nivel de riesgo al que quedaban expuestos los fondos de pensiones. Se definió el tipo de mercados donde podían transar sus instrumentos y se crearon procedimientos comunes de valorización de las inversiones. Además, se estableció una fuerte fiscalización del sistema. Posteriormente, y a medida que las administradoras y la propia autoridad han adquirido experiencia y se ha perfeccionado la normativa del mercado de capitales, se flexibilizó gradualmente la normativa de inversión de los fondos de pensiones, ampliando las posibilidades de inversión para evitar una excesiva concentración en determinados instrumentos y emisores. Por ejemplo, a fines de 1985 se autorizó la inversión en acciones y en 1994 se permitió la inversión en el mercado internacional. Adicionalmente, las autoridades legislaron con el objeto de introducir nuevos instrumentos financieros susceptibles de ser adquiridos directa o indirectamente por los fondos de pensiones.

La conclusión general que surge del caso chileno es, entonces, que los avances legales registrados desde comienzos de la década del '80 han sido impulsados principalmente por la acumulación de los fondos de pensiones y de las inversiones de las compañías de seguros de vida. Sin embargo, todos los sectores que participan del mercado de capitales se han visto beneficiados con los cambios en la regulación, la mayor transparencia de las operaciones y el aumento en el ahorro, en la profundidad y en la tecnificación del mercado de capitales (en el cuadro 14 en Anexo se presenta un resumen de las principales reformas realizadas a la legislación del mercado de capitales entre 1980 y 1995).

A continuación describiremos algunos cambios específicos cuyo origen se puede relacionar directamente con el desarrollo del sistema de las AFP.

Custodia de valores. Las AFP y compañías de seguros de vida deben mantener en custodia los distintos activos financieros que re-

presentan su portfolio. Además, permanentemente están comprando nuevos títulos producto del flujo de cotizaciones y primas que reciben mensualmente y de las variaciones que realizan en su estructura de portfolio, para lo cual deben efectuar los respectivos movimientos de instrumentos. Hasta 1994 las AFP y compañías de seguros tenían la mayor parte de sus activos en custodia en el Banco Central de Chile (por obligación legal) y una proporción menor en sus mismas oficinas. Las ventas y compras de papeles que diariamente realizaban estos inversionistas implicaban, entonces, el traslado físico de instrumentos desde y hacia la custodia y la revisión de la autenticidad de los mismos, exponiéndolos a riesgos de falsificación de documentos y de robo y a mayores costos administrativos.

Bajo la presión de los propios fondos de pensiones, de las compañías de seguros de vida y de las bolsas de valores, se creó un sistema centralizado y electrónico de custodia de valores que comenzó a operar durante 1995 (Depósito Centralizado de Valores, DCV) y que dio solución a los inconvenientes antes señalados. Entre los accionistas de la empresa que administra este sistema, participan las mismas administradoras de fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida.

Transacción electrónica de valores. Hasta 1987 las transacciones de instrumentos de renta fija y de acciones en las bolsas de valores se efectuaban a través de ruedas físicas. En dicho año se implementó un sistema electrónico de transacciones en la Bolsa de Comercio de Santiago (institución existente desde 1893), y en 1990 se creó la Bolsa Electrónica de Chile. Este avance tecnológico aumentó significativamente la eficiencia del mercado, al permitir interactuar a un mayor número de agentes en forma simultánea y con información en línea respecto a las transacciones en curso. Por otra parte, también hizo posible que fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales pudiesen transar directamente los instrumentos financieros, en lugar de actuar vía órdenes entregadas a los corredores autorizados para operar en las bolsas de valores. Esto les permitió realizar las transacciones con mayor rapidez y control.

La incorporación del sistema electrónico de transacciones se hubiese producido, probablemente, en forma independiente de la existencia de los fondos previsionales, pero no cabe duda de que el gran volumen de operaciones que éstos realizan y su interés por aumen-

tar la eficiencia en la intermediación de los recursos que administran fue un factor decisivo que aceleró el proceso y que contribuyó fuertemente a la decisión de crear la nueva Bolsa Electrónica de Chile.

Calificación de riesgo. En el año 1985 comenzó a operar en Chile un sistema de clasificación de riesgo para los instrumentos que podían ser objeto de inversión por parte de los fondos de pensiones. La instancia encargada de la aprobación y clasificación final de los distintos títulos es la Comisión Clasificadora de Riesgo, que inicialmente estaba integrada por una mayoría de funcionarios estatales (Superintendentes de AFP, Bancos y Entidades Financieras y Valores y Seguros), pero que actualmente cuenta con mayoría privada (representantes de las AFP). Las decisiones adoptadas por la Comisión se basaban, en una primera etapa, en estudios realizados por las propias administradoras de fondos de pensiones. Posteriormente, se crearon empresas privadas especializadas en la calificación de riesgo, que fueron contratadas por las AFP para realizar los estudios de clasificación de riesgo. En la actualidad, por exigencia legal, todos los instrumentos de oferta pública deben ser clasificados por, lo menos por dos entidades especializadas en la calificación de riesgo. Además, la Comisión Clasificadora adopta sus decisiones sobre la base de los estudios preparados por estas entidades privadas.

De esta manera, en Chile la industria de clasificación de riesgo se desarrolló para responder a una necesidad de información específica de los fondos de pensiones (la clasificación se utiliza para determinar los límites legales de inversión en los diferentes instrumentos). Sin embargo, actualmente los antecedentes que producen las empresas de clasificación no sólo se utilizan para calcular los límites de estos inversionistas institucionales, sino que son ampliamente difundidos en el mercado de valores.

Creación de nuevos instrumentos financieros. El significativo crecimiento que han experimentado los fondos de pensiones y las inversiones de las compañías de seguros y la consecuente expansión de la demanda por activos financieros, ha obligado a las autoridades a estudiar y a aplicar medidas tendientes a incrementar la oferta de los instrumentos financieros tradicionales y a estimular la creación de nuevos instrumentos, todo esto con el objeto de evitar una concentración excesiva de los recursos previsionales en ciertos títulos o emisores.

Es así, por ejemplo, cómo en 1989 nacieron las sociedades inmobiliarias y en 1991 los fondos de inversión (close-end funds). Las sociedades inmobiliarias fueron constituidas para canalizar recursos de los fondos de pensiones al sector inmobiliario, mientras que los fondos de inversión se formaron para orientar indirectamente una parte de los fondos de pensiones a la compra de acciones de empresas que no transan sus títulos en las bolsas de valores y que, por lo tanto, representan un mayor nivel de riesgo (fondos de inversión de desarrollo de empresas) y a la inversión en el sector inmobiliario (fondos de inversión inmobiliarios). Posteriormente fue creado el mutuo hipotecario, instrumento similar a la letra hipotecaria, que representa un contrato entre su tenedor y el deudor hipotecario, sin que exista una institución intermedia (como la entidad financiera en el caso de las letras) que respalde el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el deudor. Las condiciones de emisión de estos instrumentos (monto, plazos, tasas) son más flexibles y, por lo tanto, son menos líquidos que las letras hipotecarias (las que son emitidas en series con características similares).

Por otra parte, una reforma a la legislación del mercado de capitales realizada en 1994, que incorporó modificaciones al D.L. 3.500 que regula el sistema de AFP, autorizó a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros de vida a realizar operaciones, con el objeto de cubrir el riesgo financiero que pueda afectar sus inversiones. En la misma oportunidad, se autorizó la adquisición indirecta, vía fondos de inversión, de créditos securitizados. Aunque los instrumentos de cobertura de riesgo aún presentan un bajo nivel de operaciones en las bolsas de valores chilenas y la securitización de créditos tiene un limitadísimo nivel de desarrollo, en ambos casos se espera una rápida expansión futura de los mercados.

ii. Tamaño y eficiencia del mercado

Tal como veremos a continuación, la evidencia circunstancial del caso chileno sugiere que la creciente demanda por activos financieros de las AFP y de las compañías de seguros de vida puede haber estimulado también la expansión del volumen de transacciones y profundización del mercado; la reducción de los costos de transacción; el aumento en la oferta de fondos de largo plazo, y la reducción del costo de capital de las empresas.

Profundización del mercado. Las AFP y compañías de seguros de vida deben invertir a través del mercado de capitales el flujo anual de cotizaciones y primas netas que reciben. Por el tamaño relativo de los fondos que administran estas instituciones, dicho proceso de inversión ha provocado un fuerte aumento en el valor de las transacciones realizadas en el mercado, tanto de los instrumentos de renta fija como de las acciones. Así, el monto de transacciones de instrumentos de renta fija y de intermediación financiera aumentó desde US\$ 1.561 millones en 1981 a US\$ 392.129 millones en 1996. Por otra parte, el valor transado en acciones se incrementó de US\$ 374 millones a US\$ 11.925 millones en 1996 (véase cuadro 15 en Anexo). El número de negocios en remate de instrumentos de renta fija y de intermediación financiera subió de 52.234 en 1983 a 557.154 en 1994, mientras que el número de negocios en acciones aumentó de 24.934 a 471.085 en el mismo período (véase cuadro 16 en Anexo).

Por otra parte, el valor del stock de activos financieros que se transa en el mercado ha crecido significativamente; desde U\$ 13.597 millones en 1980 a U\$ 102.780 millones en 1996 (véase cuadro 17 en Anexo). La expansión en el nivel de actividad alcanzó también a las agencias de valores, cuyas transacciones subieron desde U\$ 8.189 millones en 1994 a U\$ 83.165 millones en 1996 (véase cuadro 18 en Anexo).

Reducción de los costos de transacción. El mayor volumen de transacciones realizado a través de las bolsas de valores y el aumento en la competencia que significó la creación de la Bolsa Electrónica de Chile, que opera desde 1990, ha estimulado una reducción de las comisiones cobradas por las bolsas.

Según un informe de la Bolsa de Comercio de Santiago, las comisiones cobradas para las transacciones de acciones e instrumentos de renta fija bajaron de 0,5% y 0,015% en 1985 a 0,12% y 0,0% en 1994, respectivamente. Por otra parte, actualmente la comisión para los instrumentos de intermediación financiera es 0.

Oferta de fondos de largo plazo. Las AFP y las compañías de seguros disponen de recursos financieros que pueden ser invertidos a largo plazo. Ello es así porque las cotizaciones que realizan los trabajadores a las AFP no pueden ser retiradas de las cuentas individuales hasta que se cumplan los requisitos para pensionarse por

vejez, invalidez y sobrevivencia y, dada la juventud de la población afiliada al sistema de AFP, se espera que el flujo de cotizaciones supere al pago de pensiones, al menos durante las próximas tres décadas. Por otra parte, las compañías de seguros de vida que ofrecen rentas vitalicias a los trabajadores pensionados del sistema de AFP tienen incentivos para invertir una proporción de su activos en instrumentos de largo plazo, pues de esta manera calzan mejor el flujo de vencimiento de sus inversiones con el flujo de pago de sus compromisos financieros. Además, la regulación chilena establece incentivos para las compañías que presentan un mejor calce entre el plazo de sus activos y pasivos, pues les permite utilizar una tasa de interés mayor para el cálculo de las reservas que deben mantener como respaldo por los compromisos contraídos con los trabajadores.

Por lo anterior, la creación del sistema de pensiones ha generado una oferta potencial importante de fondos de largo plazo, que cambió radicalmente las oportunidades de financiamiento de las empresas. La evolución del mercado de bonos (títulos de largo plazo emitidos por las empresas) y de letras hipotecarias muestra claramente el efecto positivo de la reforma sobre la disponibilidad de financiamiento a largo plazo. Así el saldo de bonos emitidos aumentó desde US\$ 448 millones en 1980 a US\$ 2.102 millones en 1996, mientras que las colocaciones anuales en estos instrumentos lo hicieron desde un promedio de U\$ 40 millones en el trienio 1983-1985 a U\$ 243 millones en el trienio 1994-1996 (véase cuadro 19). El mercado de crédito hipotecario se ha visto especialmente beneficiado con este cambio estructural. Así, el stock total de letras hipotecarias creció desde US\$ 793 millones en 1980 a US\$ 6.949 millones en 1996 (véase cuadro 17 en Anexo).

Reducción del costo de capital de las empresas. Las empresas, fundamentalmente medianas y grandes, pueden acceder a financiamiento directo de los fondos de pensiones a través de la emisión de bonos y de la oferta pública de acciones. De hecho, el número de sociedades con emisiones de bonos inscritos subió de 7 a 45 (véase cuadro 19 en Anexo); el número de sociedades inscritas en la bolsa desde 210, en 1982, a 289, en 1996, y las emisiones inscritas desde un promedio de 34 entre 1980-1983, a 48 entre 1994-1996.

La mayor oferta de financiamiento ha contribuido también a reducir los niveles de las tasas de interés a las que tienen acceso estas

empresas. Se estima que a fines de 1994 las compañías prime obtenían financiamiento desde 40 puntos base sobre la tasa libre de riesgo.¹⁶ De manera similar, posiblemente la incorporación de los fondos de pensiones al mercado accionario a partir de fines de 1985 ha sido uno de los factores más importantes en la reducción de la tasa de retorno exigida por el mercado. De hecho, la relación precio-utilidad subió de 4,2 en diciembre de 1987 a 21,5 en diciembre de 1994.

iii. Estudios econométricos

Aunque el simple examen de la evidencia empírica anterior podría ser suficiente para demostrar la estrecha relación entre la reforma al sistema de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales, resulta interesante probar dicha causalidad más formalmente.

Holzmann (1996), construye una serie de indicadores para medir el desarrollo del mercado financiero en Chile¹⁷ y luego investiga las relaciones entre éstos, la acumulación de fondos de pensiones, la tasa de ahorro y el crecimiento económico. Encuentra que todos estos indicadores crecen fuertemente después de la crisis bancaria de 1981-1983, mostrando alta correlación con la expansión en el nivel de activos que administran las AFP. Por ejemplo, el mercado de acciones crece en forma lineal desde 1985 (primer año que las AFP están autorizadas a comprar acciones) y la correlación entre el volumen de acciones en poder de las AFP, el total de acciones transadas en el mercado, y la capitalización de mercado es también muy alta, con coeficientes (regresión simple) cercanos a 1 y R^2 de 0,9. Además, con datos mensuales, encuentra fuerte correlación entre los volúmenes de transacción de distintos instrumentos y el nivel de los fondos de pensiones, y concluye que toda esta evidencia empírica es consistente con la afirmación en el sentido de que los fondos de pensiones han hecho a los mercados financieros más líquidos y profundos.

Holzmann también trata de probar si es que los fondos de pensiones han contribuido a un mercado de capitales más competitivo y que permite una mejor asignación del riesgo, buscando para este efecto una relación inversa entre el desarrollo del sistema de pensiones e indicadores de fallas de precio en el mercado (que miden el resultado efectivo de algunos activos financieros, comparado con resultados simulados obtenidos de un modelo de referencia). Su ejercicio muestra que sí existe una correlación negativa y esta-

dísticamente significativa entre el crecimiento de los fondos y este indicador de falla de mercado.

Aunque advierte que ninguno de estos resultados representa por sí mismo una prueba absoluta de que el sistema de AFP haya sido el elemento principal que explique el desarrollo del mercado de capitales en Chile, destaca también que la evidencia empírica es consistente con esta idea.

3. Las conclusiones para el caso de Chile

Establecer más allá de cualquier duda razonable la relación entre reforma al sistema de pensiones, ahorro, desarrollo de mercados de capitales y crecimiento económico, es una tarea extremadamente ardua, pues existen dificultades con la calidad de la información empírica; no se puede controlar, por la influencia que sobre las mismas variables están ejerciendo otros cambios, que son independientes de la reforma previsional, y porque no se cuenta aún con teoría del ahorro (de personas y empresas) que sea incuestionablemente aceptada por los analistas.

Sin embargo, los argumentos conceptuales y la evidencia empírica presentada para el caso chileno parecen suficientes para sostener las siguientes conclusiones:

- El conjunto de cambios a la regulación de los sistemas de pensiones obligatorios que se aprobó en 1980 (la “reforma previsional”), ha contribuido positivamente al proceso de crecimiento económico en Chile durante los últimos años. Este aporte de la reforma previsional se ha transmitido principalmente a través de los siguientes mecanismos:
 - La disminución de distorsiones en el mercado del trabajo, producto de la mejor relación de contribuciones a beneficios; la mayor confianza en el nuevo sistema; y el ajuste en tasas de cotización.
 - El desarrollo del mercado de capitales, producto del efecto combinado de la acumulación de fondos y de las modificaciones a la regulación impulsadas por la autoridad y las propias AFP.
- La observación directa de las cifras de Cuentas Nacionales permite comprobar un fuerte crecimiento del ahorro nacional en

los años posteriores a la reforma previsional de 1980. Ese aumento se explica principalmente por aumentos en el ahorro de gobierno y en el ahorro privado voluntario (de empresas).

- Aunque existen algunos resultados contradictorios, tanto los argumentos conceptuales como la mayor parte de la evidencia empírica sugieren que la reforma al sistema de pensiones ha tenido un impacto positivo –pero no muy importante– sobre el ahorro privado personal voluntario. Además, los mismos argumentos y evidencia sugieren que podrían haber existido efectos indirectos positivos (especialmente sobre el ahorro de las empresas). Este desplazamiento (aumento) de la oferta de ahorros se explica probablemente por una multiplicidad de reformas, entre las cuales se incluye la reforma previsional. Más allá de los efectos sobre la oferta, la reforma puede haber generado efectos indirectos sobre la demanda de ahorros, contribuyendo de tal forma a explicar el mayor nivel observado de ahorro doméstico en Chile en la segunda mitad de los '80 y en la presente década.
- Sin duda, la estrategia seguida por el fisco chileno para enfrentar el déficit del antiguo sistema de pensiones representa una causa principal que explica la expansión del ahorro nacional en Chile, después de la reforma. Sin embargo, la reforma al sistema de pensiones es, en parte, responsable de este resultado, tanto por sus efectos sobre el crecimiento económico (aumento de la base tributaria) como por dejar el presupuesto de los programas de pensiones fuera del alcance de políticas fiscales discrecionales.

Notas

1. Concepto similar al de Arrau (1996). Las magnitudes no son iguales por diferencias tanto en la medición del ahorro en el sistema de AFP como en el déficit previsional.

2. Además, la depreciación del peso durante la década de los '80, y su apreciación durante la década del '90, hacen que en cada período los deflatores del producto y de la inversión se muevan en forma muy distinta uno de otro. Por lo mismo, en general se debería trabajar con series de ahorro e inversión a precios corrientes, metodología que no es seguida por estos autores. Se agradece esta observación a G. Held.

3. A quienes tenían muchos años cotizados, se ajustó el requisito de edad gradualmente.

4. Las tasas de cotización comenzaron a bajar en 1977, luego de que en 1976 se llegó a un máximo de 52,7%. Ver Arellano (1981).

5. Al 14 de octubre de 1997, 60 UF equivalen aproximadamente a US\$ 2.000.

6. Análisis completos del proceso de reformas económicas en Chile durante las décadas de los '70 y '80 se pueden encontrar en Edwards y Cox (1987); Wisecarver (1992); Muñoz (1992); Büchi (1993); Bosworth, Dornbusch y Laban (1994).

7. Arrau (1991) desarrolló un modelo macroeconómico dinámico de generaciones traslapadas, calibrado para el caso chileno, con el objeto de estudiar el impacto económico y sobre distintas generaciones de varias alternativas de financiamiento fiscal de la reforma. Cifuentes (1995) presenta los resultados de un ejercicio similar. Cifuentes y Valdés (1995), modifican el modelo de Arrau para incorporar restricciones al crédito individual. Sin la intención de calibrarlo exactamente para el caso chileno concluyen que, en estas condiciones, el impacto de largo plazo de la reforma sobre ahorro y acumulación de capital es más significativo e independiente de la forma de financiamiento de la transición.

8. Los argumentos que siguen se basan en Valdés y Cifuentes (1990).

9. Valdés y Cifuentes (1990, pág. 39).

10. Netas de pago de comisiones a las AFP, egresos por concepto de pensiones y otras disminuciones.

11. Esta disminución se explica en parte importante por la fuerte devaluación de peso ocurrida en este período y en menor medida por los efectos de la crisis económica experimentada por el país entre 1982 y 1983 que afectó la evolución de las remuneraciones y del empleo.

12. Las AFP deben contratar con una compañía de seguro de vida un seguro de invalidez y sobrevivencia para sus afiliados y, además, estas compañías ofrecen rentas vitalicias a los trabajadores que cumplen las condiciones para pensionarse.

13. Se ha considerado conservadoramente una tasa de interés de 5%. No se tomaron en cuenta las ganancias o pérdidas de capital por variaciones en los precios de los instrumentos en el mercado.

14. Clasificación, en la terminología chilena.

15. Descripciones completas de la transformación del mercado de valores en Chile se pueden encontrar en Cohen (1989); Valdés (1992) y Arrau (1994).

16. Paul (1994).

17. Incluyen la proporción de activos financieros a riqueza de la economía; la proporción de activos financieros a activos de entidades financieras; nivel de pasivos financieros más activos de inversionistas institucionales, y otra serie de indicadores específicos para el mercado accionario.

ANEXO CAPÍTULO 2

CUADRO 1
CHILE : INVERSIÓN Y AHORRO, 1974-1995
(Porcentaje PNB nominal)

Año	Inversión Bruta	Ahorro Externo	Ahorro Nacional
1974	24,8	1,9	22,9
1975	17,3	6,9	11,8
1976	16,8	1,5	18,3
1977	18,4	4,1	14,4
1978	21,8	7,1	16,4
1979	21,8	5,8	16,2
1980	25,0	7,2	17,6
1981	27,1	14,7	12,1
1982	16,1	10,0	6,2
1983	14,6	6,0	8,4
1984	19,1	11,9	6,9
1985	19,6	9,8	9,7
1986	21,1	7,5	12,9
1987	24,2	3,9	18,8
1988	24,7	1,0	24,2
1989	27,4	2,7	25,5
1990	27,9	1,9	25,8
1991	25,9	-0,3	25,4
1992	28,0	1,7	25,9
1993	29,7	4,8	24,7
1994	27,7	1,3	26,2
1995	28,0	-0,2	28,2

Fuente : Hachette (1997).

CUADRO 2
CHILE: ESTRUCTURA DEL AHORRO NACIONAL, 1980 – 1994
(Porcentaje PBI valores corrientes)

Año	Ahorro del Gobierno	Ahorro privado			Ahorro Nacional Bruto	Déficit Previs.	Ahorro Pers. Neto
		Personas*	Empresas**	Total			
	(1)	(2)	(3)	(4) = (2)+(3)	(5) = (1)+(4)	(6)	(7) = (2)-(6)
1980	8,5	0,0	5,4	5,4	13,9	-1,7	1,7
1981	5,8	0,9	1,5	2,4	8,2	-4,1	5,0
1982	-2,9	1,8	3,2	5,0	2,1	-8,3	10,1
1983	-2,3	1,7	5,0	6,7	4,4	-7,5	9,2
1984	-1,2	1,9	2,2	4,1	2,9	-7,7	9,6
1985	0,4	2,0	5,4	7,4	7,8	-6,7	8,7
1986	1,3	2,2	8,0	10,2	11,5	-6,3	8,5
1987	3,5	2,3	11,5	13,8	17,3	-5,4	7,7
1988	6,0	2,7	13,6	16,3	22,3	-5,2	7,9
1989	6,7	2,9	14,1	17,0	23,7	-4,5	7,4
1990	4,8	3,0	16,4	19,4	24,2	-4,6	7,6
1991	4,4	2,8	16,9	19,7	24,1	-4,5	7,3
1992	5,2	3,3	16,3	19,6	24,8	-4,3	7,6
1993	4,6	3,6	15,7	19,3	23,9	-4,5	8,1
1994	5,1	3,9	16,4	20,3	25,4	-4,5	8,4

Fuente : Arrau (1996).

Notas:

* Supone igual a ahorro previsional en sistema de AFP (ahorro voluntario igual cero).

** Ahorro Privado menos Ahorro de Personas (previsional).

CUADRO 3
CHILE: AHORRO PRIVADO, 1975-1994
(Porcentaje del PBI a precios 1996)

Año	Ahorro Privado	Ahorro de los Hogares			Ahorro Empresas
		Forzoso*	Voluntario**	Total	
1975	2,8	-	-1,8	-1,8	4,6
1976	8,5	-	-8,1	-8,1	16,6
1977	2,1	-	-5,9	-5,9	8,0
1978	1,8	-	-5,1	-5,1	6,9
1979	2,1	-	-3,4	-3,4	5,5
1980	2,2	-	-3,5	-3,5	5,7
1981	0,8	0,9	-2,7	-1,8	2,6
1982	1,6	1,8	-6,8	-5,0	6,6
1983	5,1	1,8	-6,1	-4,3	9,4
1984	5,4	2,0	-4,7	-2,7	8,1
1985	9,1	2,1	1,4	3,5	5,6
1986	11,8	1,8	-5,9	-4,1	15,8
1987	16,0	1,8	-6,4	-4,6	20,6
1988	17,9	2,6	-4,4	-1,8	19,7
1989	18,6	2,8	-2,3	0,5	18,1
1990	19,7	3,0	-3,7	-0,7	20,4
1991	19,5	3,0	-3,8	0,8	20,3
1992	20,0	3,2	-2,2	1,0	21,0
1993	19,4	3,4	-4,4	-1,0	20,4
1994	22,1	3,7	-4,8	-1,1	23,2

Fuente: Agustín, Crespi y Letejier (Marzo 1997).

Notas:

* Contribuciones a los fondos de pensiones.

** Ahorro total menos ahorro forzoso.

CUADRO 4
CHILE: AHORRO PRIVADO Y DESAHORRO FISCAL POR LA REFORMA
(Como porcentaje del PBI)

Año	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Efecto Neto Total	-0,2	-2,2	-1,7	-1,0	-0,1	-0,8	-0,2	-0,5	1,9	3,7	3,0	2,2	2,9	2,4
Ahorro Sistema AFP	1,3	2,6	3,1	3,8	4,5	3,9	4,7	4,2	6,4	9,0	8,3	7,3	8,3	8,0
Contribución	0,9	1,7	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5
Rentabilidad	0,4	0,9	1,5	2,2	2,9	2,3	3,1	2,2	4,2	6,7	5,9	4,9	5,8	5,5
Costo Reforma Fiscal	-1,5	-4,8	-4,8	-4,8	-4,6	-4,7	-4,8	-4,7	-4,5	-5,3	-5,3	-5,1	-5,4	-5,6
Déficit Pensiones	-1,5	-4,7	-4,6	-4,6	-4,3	-4,3	-4,4	-4,2	-4,1	-4,8	-4,8	-4,6	-4,8	-5,0
Bonos Reconocimiento	-	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7

Fuente: Holzmann (1996).

CUADRO 5
CHILE : INVERSIÓN Y AHORRO, 1974-1995
(Porcentaje PNB nominal)

Años	Inversión Bruta	Ahorro Externo	Ahorro Nacional			Ahorro Previsional*	Ahorro Privado Voluntario**
			Sector Público	Sector Privado	Total Ahorro		
1974	24,8	1,9	16,6	6,3	22,9	0,0	6,3
1975	17,3	6,9	17,6	-5,8	11,8	0,0	-5,8
1976	16,8	1,5	16,7	1,6	18,3	0,0	1,6
1977	18,4	4,1	14,4	0,1	14,4	0,0	0,1
1978	21,8	7,1	13,0	3,4	16,4	0,0	3,4
1979	21,8	5,8	11,3	4,9	16,2	0,0	4,9
1980	25,0	7,2	13,3	4,3	17,6	0,0	4,3
1981	27,1	14,7	3,2	8,9	12,1	1,4	7,5
1982	16,1	10,0	-1,2	7,4	6,2	2,8	4,6
1983	14,6	6,0	0,4	8,1	8,4	3,4	4,7
1984	19,1	11,9	-1,5	8,5	6,9	4,2	4,2
1985	19,6	9,8	-0,2	10,0	9,7	5,1	4,8
1986	21,1	7,5	1,1	11,8	12,9	4,4	7,4
1987	24,2	3,9	2,7	16,1	18,8	5,1	10,9
1988	24,7	1,0	9,5	14,7	24,2	4,5	10,2
1989	27,4	2,7	6,6	18,9	25,5	6,8	12,1
1990	27,9	1,9	6,5	19,3	25,8	9,5	9,8
1991	25,9	-0,3	6,9	18,5	25,4	8,2	10,3
1992	28,0	1,7	6,7	19,2	25,9	7,5	11,7
1993	29,7	4,8	5,9	18,8	24,7	8,6	10,3
1994	27,7	1,3	6,1	20,1	26,2	8,1	12,1
1995	28,0	-0,2	7,6	20,6	28,2	4,8	15,8

Fuente: Hachette (1997).

Notas:

* Ahorro de personas en sistema AFP .

** Ahorro privado (empresas y personas) - Ahorro Previsional.

CUADRO 6
CHILE : AHORRO NACIONAL BRUTO Y AHORRO EXTERNO
(Como porcentaje del PBI en valores corrientes)

Año	Base 1977 (1)			Base 1986 (2)		
	Ahorro Nacional Bruto	Ahorro Externo	Ahorro Total Bruto	Ahorro Nacional Bruto	Ahorro Externo	Ahorro Total Bruto
1970	15,2	12,2	16,4	-	-	-
1971	12,4	2,1	14,5	-	-	-
1972	8,3	3,9	12,2	-	-	-
1973	5,2	2,7	7,9	-	-	-
1974	20,7	0,4	21,3	-	-	-
1975	7,9	5,2	13,1	-	-	-
1976	14,5	-1,7	12,8	-	-	-
1977	10,7	3,7	14,4	-	-	-
1978	12,2	5,2	17,8	-	-	-
1979	12,4	5,4	17,8	-	-	-
1980	13,9	7,1	21,0	-	-	-
1981	8,2	14,5	22,7	-	-	-
1982	2,1	9,2	11,3	-	-	-
1983	4,4	5,4	9,8	-	-	-
1984	2,9	10,7	13,6	-	-	-
1985	5,4	8,3	13,7	7,8	9,4	17,2
1986	7,7	6,9	14,6	11,5	7,3	18,9
1987	12,6	4,3	16,9	17,3	5,0	22,2
1988	16,3	0,7	17,0	22,3	0,5	22,8
1989	17,2	3,1	20,3	23,7	1,9	25,5
1990	17,5	2,8	20,3	24,2	2,0	26,3
1991	19,0	-0,2	18,8	24,1	0,4	24,5
1992	19,6	1,7	21,3	24,8	2,0	26,8
1993	-	-	-	23,9	4,8	28,8
1994	-	-	-	25,4	1,4	26,8
Prom 70-79	12,0	2,8	14,8	-	-	-
Prom, 80-84	6,3	9,4	15,7	-	-	-
Prom, 85-92	14,4	3,5	17,9	19,5	3,6	23,0

Fuente : Arrau, 1996.

Notas:

(1) Hasta 1988 Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988. Desde 1989 Boletín Mensual N° 782, Banco Central.

(2) Hasta 1989 Cuentas Nacionales de Chile 1985-1992 (Síntesis anticipada). Desde 1990 Boletín Mensual N° 808, Banco Central.

CUADRO 7
CHILE: ORIGEN DEL AUMENTO EN EL AHORRO
(Porcentaje PBI)

	Pre-Reforma (1976-80)	Post Reforma (1990-94)	Cambio en la Variable	Efectos en el Ahorro
<i>Ahorro Privado</i>				
Carga tributaria	24,2	19,6	-4,6	5,9
Pago neto a factores	2,4	3,8	1,4	-0,6
Ahorro Previsional	0,0	3,1	3,1	-0,7
Ahorro Externo	3,9	2,1	-1,8	0,2
Tamaño del Fondo	0,0	33,1	33,1	4,2
Tasa de interés real	12,9	6,6	-6,3	0,9
Ahorro Privado	7,2	15,7	8,5	8,5
Ahorro Previsional	0,0	3,1	3,1	3,1
Ahorro Público	5,6	5,7	0,1	0,1
Ahorro Externo	3,9	2,1	-1,8	-1,8
Ahorro Total	16,7	26,6	9,9	9,9

Fuente : Haindl (1995).

CUADRO 8
CHILE: IMPACTO NETO DE LA REFORMA AL SISTEMA DE PENSIONES
SOBRE EL AHORRO PRIVADO Y EFICIENCIA ECONÓMICA

	Estimación Baja	Estimación Alta
1. Impacto de la reforma en la tasa de crecimiento de productividad de factores		
A través de la formación de capital	0,5%	1,3%
A través del mercado laboral	0,0%	1,1%
Total	0,7%	3,0%
2. Relación entre tasa de ahorro y crecimiento		
	0,2%	1,3%
3. Efecto indirecto sobre la tasa de ahorro privado (fila (1) x fila (2))		
	0,1%	3,8%
4. Efecto directo sobre la tasa de ahorro privado		
	-0,8%	-1,8%
5. Efecto neto sobre la tasa de ahorro privado		
5,a Fila (3) más fila (4)	-0,7%	2,0%
5,b Fila (3) más fila (4)	-1,7%	3,0%

Fuente: Holzmann (1996).

CUADRO 9

CHILE : COTIZACIONES A LOS FONDOS DE PENSIONES

Año	Mill. US\$
1981	n.d
1982	421
1983	311
1984	314
1985	261
1986	289
1987	337
1988	478
1989	581
1990	635
1991	853
1992	900
1993	961
1994	1.218

Fuente: Elaboración propia en base a antecedentes de la Superintendencia de AFP.
 (1) Cotizaciones + otros aumentos - comisiones AFP - pagos de pensiones - otras disminuciones.

CUADRO 10

CHILE : ACTIVOS TOTALES DE FONDOS DE PENSIONES
 (Porcentaje del total y millones de dólares de diciembre de 1996)

Año	Acciones	Depósitos a Plazo	Letras Hipotecarias	Bonos Empresas	Títulos Estatales	Otros	Total
1981	-	62%	9%	1%	28%	0%	306
1982	-	27%	47%	1%	26%	0%	952
1983	-	3%	51%	2%	44%	0%	1.722
1984	-	12%	43%	2%	42%	0%	2.276
1985	0%	20%	35%	2%	42%	0%	3.137
1986	4%	23%	26%	1%	47%	0%	4.102
1987	6%	27%	22%	3%	41%	0%	5.026
1988	8%	28%	22%	6%	35%	0%	6.155
1989	10%	21%	18%	9%	42%	1%	7.588
1990	11%	16%	16%	11%	44%	1%	10.050
1991	24%	12%	13%	11%	38%	2%	14.214
1992	24%	9%	14%	10%	41%	2%	15.838
1993	32%	6%	13%	7%	39%	2%	20.355
1994	32%	5%	14%	6%	40%	3%	24.566
1995	30%	5%	16%	5%	39%	4%	26.113
1996	26%	4%	18%	6%	42%	4%	27.672

Fuente: Elaborado en base a Superintendencia de Valores y Seguros (1996).

CUADRO 11
CHILE: ACTIVOS TOTALES DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(En millones de dólares de diciembre de 1996)

Año	Fondos de Pensiones	Compañías de Seguros	Fondos Mutuos	F. Inversón de Capital Extranjero	Fondos de Inversón	Total Activos
1980	-	677	793	-	-	1.470
1981	306	734	686	-	-	1.726
1982	952	836	670	-	-	2.458
1983	1.722	891	147	-	-	2.760
1984	2.276	1.102	149	-	-	3.527
1985	3.137	1.334	223	-	-	4.694
1986	4.102	1.611	392	-	-	6.105
1987	5.026	1.528	508	-	-	7.062
1988	6.155	1.820	637	-	-	8.612
1989	7.588	2.211	556	195	-	10.550
1990	10.050	2.835	655	684	-	14.224
1991	14.214	3.580	1.196	1.344	32	20.366
1992	15.838	4.262	1.204	1.392	77	22.773
1993	20.355	5.295	1.580	1.992	136	29.358
1994	24.566	6.505	2.309	2.306	334	36.020
1995	26.113	7.310	2.617	2.001	925	38.966
1996	27.672	8.539	2.825	1.416	1.078	41.530

Fuente: Elaborado en base a Superintendencia de Valores y Seguros (1996).

CUADRO 12
CHILE : FONDOS DE PENSIONES, PGB Y AHORRO
(En miles de millones de pesos de cada año)

Variable	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Fondos de pensiones (1)	11,9	44,8	99,9	161,9	281,9	433,9	644,5	891,5	1.334,6	2.249,4	3.778,1	4.744,2	6.838,2	8.997,9	10.231,0	11.555,6
- Crecim. %	-	276,4	122,8	62,1	74,0	53,9	48,5	38,3	49,7	68,5	68,0	25,6	44,1	31,6	13,7	12,9
- Crecim. (MMMS)	-	32,9	55,1	62,1	119,9	152,0	210,6	247,0	443,2	914,8	1.528,7	966,1	2.093,9	2.159,7	1.233,1	1.324,6
- Ahorro previsional (MMMS) (2)	-	22,4	27,1	35,6	50,6	71,3	96,9	147,7	207,8	289,8	449,8	532,8	671,4	830,2	1.027,5	931,4
PBI (3)	1.273,1	1.239,1	1.557,7	1.893,4	2.576,6	3.246,1	4.159,8	5.917,9	7.529,3	9.269,5	12.017,1	15.499,8	18.453,5	21.917,9	26.702,1	29.644,5
Fondos pens./ PBI (%)	0,9	3,6	6,4	8,6	10,9	13,4	15,5	15,1	17,7	24,3	31,4	30,6	37,1	41,1	38,3	39,0
Ahorro total (% PBI) (3)	22,7	11,3	9,8	13,6	13,7	14,6	16,9	22,8	25,5	26,3	24,5	26,8	28,8	26,8	27,4	27,7
Ahorro nacional (% PBI) (3)	8,2	2,1	4,4	2,9	5,4	7,7	12,6	22,3	23,7	24,2	24,1	24,8	23,9	25,4	27,6	23,3
Ahorro prev. (% PBI)	-	1,8	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3	2,5	2,8	3,1	3,7	3,4	3,6	3,8	3,8	3,1
Crexim. Fondos pens. (% PBI)	-	2,7	3,5	3,3	4,7	4,7	5,1	4,2	5,9	9,9	12,7	6,2	11,3	9,9	4,6	4,5

CUADRO 12 (Cont.)

Variable	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Ahorro previsional/ Ahorro total(%)	-	16,0	17,7	13,8	14,3	15,0	13,8	10,9	10,8	11,9	15,3	12,8	12,6	14,1	14,0	11,3
Ahorro previsional/ Ahorro nacional(%)	-	85,6	39,7	64,7	36,4	28,4	18,4	11,2	11,6	12,9	15,5	13,9	15,2	14,9	13,9	13,5

Notas:

(1) Boletín Mensual S.A.F.P.(1981-1983), FECU Fondos (1984) y PrimAmérica en base a antecedentes de la S.A.F.P.

(1) Ahorro Previsional= Cotizaciones + Intereses (5% anual) + Otros Aumentos - Comisiones - Pensiones- Otras Disminuciones (excluye reajustes y ganancias o pérdidas por revalorización).

(2) Boletín Mensual Banco Central de Chile.

CUADRO 13

CHILE : COMPARACIÓN DE LA INVERSIÓN DE FONDOS DE PENSIONES CON STOCK DE PASIVOS FINANCIEROS (1)

(Saldos en millones de pesos a diciembre de cada año)

Instrumento	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Depósitos y Bonos bancarios																
- Fondos de pensiones (2)	7.373	11.933	2.721	20.916	59.008	100.603	182.073	262.733	287.159	390.342	505.772	527.441	502.634	580.565	766.917	786.004
- Mercado (3)	246.488	263.685	263.949	345.851	495.015	572.678	890.204	1.108.449	1.428.306	1.834.474	2.554.702	3.370.724	4.235.853	5.056.323	6.636.999	7.972.077
- Fondos de pens./ Mercado (%)	3	4,5	1	6	11,9	17,6	20,5	23,7	20,1	21,3	19,8	15,6	11,9	11,5	11,6	9,9
Letras hipotecarias																
- Fondos de pensiones (2)	1.123	20.966	50.591	69.723	99.603	110.770	138.014	183.768	236.280	361.914	505.006	675.172	850.371	1.228.776	1.634.264	2.089.164
- Mercado (4)	50.564	84.067	112.859	158.551	206.852	250.488	294.364	346.710	453.763	627.615	861.797	1.110.257	1.482.897	2.139.353	2.936.472	3.537.949
- Fondos de pens./ Mercado (%)	2,2	24,9	44,8	44	48,2	44,2	46,9	53	52,1	57,7	58,6	60,8	57,3	57,4	55,7	59,1
Banco central																
- Fondos de pensiones (2)	3.261	1.915	14.049	26.825	57.431	112.869	192.058	267.784	508.652	956.313	1.412.437	1.904.457	2.544.679	3.548.968	4.067.705	4.921.157
- Mercado(3)	29.834	20.063	86.574	70.576	250.975	381.085	612.719	929.135	1.309.031	2.542.386	3.851.887	4.885.825	5.621.607	6.823.802	7.798.525	8.830.247
- Fondos de pens./ Mercado(%)	10,9	9,5	16,2	38	22,9	29,6	31,3	28,8	38,9	37,6	36,7	39	45,3	52	52,2	55,7

CUADRO 13 (Cont.)

Instrumento	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tesorería																
- Fondos de pensiones (2)	83	9.741	30.355	41.551	62.682	89.719	75.308	48.000	46.366	35.901	34.743	35.477	32.783	22.248	10.985	1.967
- Mercado (3)	11.751	31.678	96.319	167.898	134.842	125.345	85.381	51.635	49.684	34.627	26.944	24.106	15.828	11.759	5.302	N.D.
- Fondos de pens./ Mercado (%)	0,7	30,8	31,5	24,7	46,5	71,6	88,2	93	93,3	103,7	128,9	147,2	207,1	189,2	207,2	N.D.
Bonos de empresas																
- Fondos de pensiones (2)	70	271	2.164	2.935	3.106	3.635	16.814	57.157	121.301	250.710	419.140	454.402	486.474	566.875	528.598	5.29.315
- Mercado (3)	3.748	21.104	23.321	28.692	40.444	32.611	62.091	118.919	253.801	422.525	671.307	754.121	886.157	990.705	981.239	978.428
- Fondos de pens./ Mercado (%)	1,9	1,3	9,3	10,2	7,7	11,1	27,1	48,1	47,8	59,3	62,4	60,3	54,9	57,2	53,9	54,1
Acciones (5)																
- Fondos de pensiones (2)	-	-	-	0	96	26.438	65.530	144.452	225.877	313.013	474.953	651.195	973.309	1.136.983	1.390.690	1.801.275
- Mercado (3)	274.943	322.258	227.448	270.048	369.930	831.552	1.241.498	1.722.774	2.819.642	4.596.608	10.490.229	11.333.749	19.233.969	27.349.445	28.978.439	29.052.044
- Emp. Inv. A.F.P. (6)	-	-	-	-	8.144	140.825	557.188	696.464	2.026.115	2.921.250	4.177.223	5.397.131	7.091.505	8.392.382	23.530.448	22.692.421
- Fondos de pens./ Mercado (%)	-	-	-	-	0	3,2	5,3	8,4	8	6,8	4,5	5,7	5,1	4,2	4,8	6,2
- Fondos de pens./ Emp. Inv. A.F.P. (%)	-	-	-	-	1,2	18,8	11,8	20,7	11,1	10,7	11,4	12,1	13,7	13,5	5,9	7,9

CUADRO 13 (Cont.)

Instrumento	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total fondos de pensiones (2)																
	11.910	44.827	99.882	161.949	281.857	433.894	644.488	891.491	1.334.644	2.249.440	3.778.104	4.744.236	6.579.839	8.997.909	10.349.010	11.683.774
Pasivos																
financieros (3)	710.488	846.617	939.641	1.241.264	1.780.855	2.623.879	3.799.079	5.106.265	7.285.628	11.449.032	20.423.515	25.509.147	33.677.703	45.248.584	50.406.146	53.685.499
Colocaciones (7)	736.176	1.014.459	1.093.681	1.494.258	1.808.836	2.059.940	2.600.379	3.185.463	4.252.000	5.035.000	6.161.000	8.295.000	10.734.210	12.264.819	15.649.123	18.595.354
Fondos de pens./																
Pas. Finan. (%)	1,7	5,3	10,6	13	15,8	16,5	17	17,5	18,3	19,6	18,5	18,6	19,5	19,9	20,5	21,8
Fondos de pens./ Pas. Finan. Clas. (%) (8)																
	3,5	10,7	17,1	21	24,8	29,5	26,8	29,6	25,8	27,5	27,6	27,3	28,1	30,6	20,9	23,9
Fondos de pens./ Colocaciones (%)																
	1,6	4,4	9,1	10,8	15,6	21,1	24,8	28	31,4	44,7	61,3	57,2	61,3	73,4	66,1	62,9

Notas:

- (1) En las líneas "Fondos de Pensiones" se muestra la inversión en los instrumentos respectivos. No se ha corregido por las diferencias en el sistema de valorización de las distintas fuentes, excepto en el caso de las acciones.
- (2) Boletín Estadístico Mensual S.A.F.P. (1981-1983), FECU FONDO (1984) y PrimAmérica en base a información de la S.A.F.P.
- (3) Boletín Mensual Banco Central de Chile.
- (4) Boletín S.B.I.F., Pasivos Sistema Financiero.
- (5) Cifras a valor libro.
- (6) Corresponde al patrimonio bursátil de las empresas cuyas acciones están en cartera de las A.F.P.
- (7) Boletín S.B.I.F.. Colocaciones = Coloc. moneda nacional + Coloc. moneda extranjera.
- (8) Los Pasivos Financieros Clasificados incluyen solo los instrumentos que están en cartera de las A.F.P.

CUADRO 14

CHILE: PRINCIPALES REFORMAS AL MERCADO DE CAPITAL 1980 -1995

Fecha	Reforma	Materia
Nov. 1980	D.L. Nº 3.500	Creación de Sistema Privado de Pensiones
Dic. 1980	D.L. Nº 3.538	Ley orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).
Ago. 1981	Ley Nº 18.022	Modifica la Ley orgánica Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, (SIBF), ampliando los poderes del Superintendente
Oct. 1981	Ley Nº 18.045	Ley Mercado de Valores.
Oct. 1981	Ley Nº 18.046	Ley Sociedades Anónimas
Ene. 1985	Ley Nº 18.398	Modifica D.L. Nº 3.500 creando la Comisión Clasificadora de Riesgo
Dic. 1985	Circular 574 SVS	Define concepto de personas relacionadas.
Ene. 1986	Circular 585 SVS	Obliga a informar de transacciones accionarias efectuadas por mayoritarios, directores y ejecutivos.
Mar. 1986	Circular 601 SVS	Obliga a informar cualquier operación o evento que pueda afectar significativamente sus negocios.
Nov. 1986	Ley Nº 18.576	Ley General de Bancos. Modifica el DFL 252 de 1960, fortaleciendo sustancialmente la legislación bancaria.
Sep. 1987	Acuerdo Nº 1818 Banco Central	Acepta a los agentes de valores como Mercado secundario Formal Externo.
Oct. 1987	Ley Nº 18.660	Obligatoriedad de clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública. Crea el sistema privado de clasificación
May. 1989	Ley Nº 18.798	Modifica D.L. Nº 3.500 de empresas.
Jul. 1989	Ley Nº 18.815	Ley de Fondos de Inversión.
Oct. 1989	D.S. Nº 864	Reglamento Ley Nº 18.815.
Dic. 1989	Ley Nº 18-876	Norma constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores
Mar. 1990	Ley Nº 18.964	Modifica D.L. Nº 3.500 autorizando inversión en el extranjero y en cuotas de Fondos de Inversión.
May. 1992	D.S. Nº 52	Establece Reglamento para la inversión en el extranjero
May. 1992	Acuerdo Comisión Clasificadora	Autoriza a AFP para invertir en proyectos sin historia.
May. 1993	Circular 776 Super AFP	Se establecen normas uniformes para entregar información de rentabilidad a afiliados.

CUADRO 14 (Cont.)

Fecha	Reforma	Materia
May. 1993	Acuerdo Nº 218 Banco Central	Define Mercado Secundario Formal Externo para inversión en el extranjero de los Fondos de Pensiones y define acceso a Mercado Cambiario.
Mar. 1994	Ley Nº 19.301	Ley de Mercado de Capitales, que introduce importantes modificaciones al funcionamiento del mercado de capitales
Ene. 1995	Norma Carácter General Nº 54 SVS	Norma inversión en el extranjero para Compañías de seguros.
Mar. 1995	Acdo Banco Central Nº 410	Modifica definición de Mercado Secundario Formal Externo para los Fondos de Pensiones: incorpora bolsas de valores y futuros, agentes de valores y corredores, bancos y fondos de inversión.
May. 1995	D.S. Nº 141	Modifica Reglamento de Inversión en el extranjero para Fondos de Pensiones.
Ago. 1995	Acuerdo Comisión Clasificadora	Establece procedimientos de aprobación de títulos de deuda y capital para la inversión extranjera de los Fondos de Pensiones.
Ago. 1995	Ley Nº 19.404	Modifica D.L. Nº 3.500, introduce normas para pensión de vejez considerando el desempeño de trabajos pesados.
Sep. 1995	Ley Nº 19.415	Modifica D.L. Nº 3.500 y Ley Nº 18.815 para facilitar el financiamiento de obras de infraestructura.

Fuente: Elaboración propia en base a Valdés y Cifuentes (1990) y análisis de distintas leyes.

CUADRO 15
CHILE: TRANSACCIONES EN LAS BOLSAS DE VALORES,
POR INSTRUMENTOS
(En millones de dólares de diciembre de 1996)

	Acciones	Oro y dólares	Renta fija	Intermed. Financiera	Futuros y Opciones	Fondos de Inversión	Total
1980	600	54	63	731	-	-	1.448
1981	374	26	94	1.467	-	-	1.962
1982	176	111	984	3.310	-	-	4.581
1983	88	13	1.657	973	-	-	2.731
1984	71	-	1.501	961	-	-	2.533
1985	101	-	3.319	2.893	-	-	6.313
1986	572	-	8.393	5.671	-	-	14.637
1987	922	-	10.888	9.355	-	-	21.165
1988	1.139	-	14.958	17.928	-	-	34.025
1989	1.438	-	22.010	22.728	-	-	46.176
1990	1.334	1.950	41.184	45.446	-	-	89.914
1991	3.232	8.090	38.057	58.662	32	8	108.080
1992	3.623	8.722	51.775	48.603	19	35	112.778
1993	5.219	13.212	78.821	97.260	9	36	194.556
1994	8.154	17.360	121.787	105.083	1	116	252.500
1995	14.215	30.962	161.897	163.955	0	340	371.369
1996	11.925	37.982	153.448	238.681	-	81	442.118

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (1996).

CUADRO 16
CHILE : NÚMERO DE NEGOCIOS REALIZADOS
EN LA BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO

Año	Acciones	IRF	IIF	Otros	Total
1983	24.934	41.124	11.110	-	77.168
1984	27.980	31.693	7.502	-	67.175
1985	35.409	52.301	20.249	-	107.959
1986	87.144	74.866	24.790	-	186.800
1987	144.789	90.794	39.152	-	274.735
1988	136.936	85.298	59.343	-	281.577
1989	158.787	89.020	60.763	-	308.570
1990	129.327	97.507	49.402	4.876	281.112
1991	366.864	111.994	77.608	13.145	569.611
1992	326.008	193.689	115.080	11.845	646.622
1993	283.619	264.150	164.188	94.235	806.192
1994	471.085	365.702	191.452	134.584	1.162.823

Fuente: "Sistema de pensiones y mercado de capitales: la experiencia chilena" (abril de 1995). Documento preparado para el Seminario "El ahorro previsional: impacto en los mercados de capitales y de la vivienda".

CUADRO 17
CHILE : EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES
(En millones de dólares de diciembre de 1996)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Sector privado	10.713	9.118	7.588	4.249	4.335	4.789	8.844	10.252	14.810	19.973	25.155	43.798	43.269	64.059	80.656	79.535	76.277
Acciones de pago	8.904	6.451	4.497	2.208	2.102	2.363	6.270	7.475	11.166	15.704	20.162	37.483	36.526	56.212	70.525	67.876	63.004
Bonos de empresas	56	96	447	361	280	316	116	235	744	1.384	1.838	2.284	2.323	2.437	2.483	2.272	2.102
Bonos entidades financieras	-	-	-	46	54	54	46	81	168	141	208	281	329	384	644	606	717
Efectos de comercio	179	314	199	47	-	-	-	-	37	9	36	-	-	-	-	-	-
Letras hipotecarias	793	1.577	1.784	1.440	1.756	1.833	2.021	1.958	2.057	2.147	2.189	2.445	2.710	3.202	4.357	5.686	6.949
Clas. fondos mutuos	782	680	660	147	143	223	392	503	635	553	653	1.193	1.201	1.567	2.296	2.598	2.819
Mutuos hipotecarios	-	-	-	-	-	-	-	-	3	35	70	113	180	258	351	497	687
Sector público	2.883	1.659	3.447	5.414	5.953	6.604	6.974	8.367	8.188	8.842	12.489	17.591	18.965	19.176	24.581	26.853	26.503
Acciones de pago	1.383	594	2.350	1.714	1.681	1.737	1.584	2.179	723	323	358	1.982	1.309	998	4.144	5.245	3.211
Bonos de empresas	-	-	-	41	125	132	157	230	77	58	52	242	194	199	222	204	226
Bonos Banco del Estado	-	-	-	-	-	-	106	203	230	271	265	250	230	204	197	166	21
Letras hipotecarias	-	-	-	506	466	459	344	292	335	432	613	797	997	1.208	1.483	1.723	1.976
Títulos de Tesorería	282	300	672	1.661	2.183	1.494	1.183	663	356	282	152	101	80	69	40	20	0
Títulos del Banco Central	1.219	765	425	1.492	1.497	2.782	3.599	4.800	6.466	7.475	11.049	14.218	16.155	16.497	18.494	19.495	21.069
TOTAL	1.3597	10.777	11.036	9.663	10.288	11.394	15.818	18.619	22.997	28.815	37.644	61.389	62.234	83.235	105.236	106.389	102.780

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (1996).

CUADRO 18
CHILE : TRANSACCIONES DE AGENTES DE VALORES
POR TIPO DE MERCADO Y OPERACIÓN
(En millones de dólares de diciembre de 1996)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
MERCADO PRIMARIO	1.471	2.651	4.608	5.649	5.493	4.394	1.205	775	746	869	615	265	487
Op. cuentas terceros	757	978	804	1.040	309	207	144	66	4	1	1	16	3
Op. cuenta propia compras	383	921	2.096	2.458	2.814	2.315	645	425	406	561	441	165	393
ventas	332	752	1.707	2.151	2.370	1.872	417	285	336	307	172	84	91
MERCADO SECUNDARIO	6.718	14.049	32.781	43.957	71.295	81.897	49.206	59.843	77.389	87.674	72.281	57.789	82.678
Op. cuentas terceros	1.198	325	146	225	473	88	6	5	14	19	125	97	95
Op. cuenta propia compras	2.778	6.906	16.174	21.334	35.435	40.731	23.884	29.422	38.154	43.970	36.092	29.881	41.423
ventas	2.742	6.818	16.461	22.398	35.387	41.078	25.315	30.416	39.221	43.685	36.064	27.811	41.160
TOTAL	8.189	16.699	37.389	49.606	76.789	86.291	50.411	60.618	78.134	88.543	72.895	58.054	83.165

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (1996).

CUADRO 19
CHILE : DEUDA POR EMISIÓN DE BONOS DE EMPRESAS

	Emisiones Inscritas		Monto inscrito		Colocaciones		Nº de soc. con deuda		Stock deuda vigente	
	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas
	(Mill. US\$ Dic 96)									
1980	4	-	25	-	no	no	7	-	56	-
1981	13	-	211	-	no	no	7	-	96	-
1982	9	-	830	-	no	no	12	-	448	-
1983	2	-	70	-	56	-	12	1	361	41
1984	-	5	-	83	-	82	10	5	280	125
1985	1	2	10	2	7	1	9	7	322	126
1986	1	2	25	64	28	31	4	4	116	157
1987	9	4	157	164	75	151	10	4	254	229
1988	12	-	821	-	459	-	17	2	744	77
1989	10	-	737	-	555	-	21	2	1.377	66
1990	15	1	404	26	442	-	26	1	1.835	51
1991	17	2	885	195	557	195	34	3	2.284	242
1992	12	-	242	-	212	-	37	2	2.323	194
1993	4	1	296	44	346	21	38	2	2.437	199
1994	13	1	0	21	440	44	44	2	2.483	222
1995	6	-	113	-	71	-	44	2	2.272	204
1996	4	1	159	40	134	40	45	2	2.102	226

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (1996).

CAPÍTULO 3

El sistema de reparto en Argentina

El régimen de jubilaciones y pensiones se desarrolló desde 1904 en la Argentina, cubriendo en su primera etapa a trabajadores públicos, y luego extendiéndose desde 1920 y en forma sucesiva a distintos grupos de trabajadores del sector privado. El sistema se financiaba primordialmente con deducciones salariales, y otorgaba beneficios a los contribuyentes en forma directa (proporcional) a las contribuciones realizadas. La acumulación de importantes excedentes derivó desde temprano en indisciplina fiscal, a través de la financiación del gasto público no previsional en magnitud creciente. La acumulación de títulos públicos, por parte de los fondos previsionales, fue característica del sistema, hasta que en 1946 se consolidaron todos esos títulos bajo la forma de un bono único denominado “Obligaciones de Previsión Social” (OPS). En la década de 1950 la acumulación de esos títulos públicos en las “Cajas” de previsión representó el 47% del producto bruto interno. Ya en la misma década, más del 50% del flujo de recaudación de las Cajas era colocado en OPS.

3.1. La reforma de 1968

Hasta mediados de la década de 1960, la organización básica del sistema respondió –desde el punto de vista legal– a un esquema de capitalización de aportes. Sin embargo, desde fines de la década pasada, el sistema presentaba un notorio desequilibrio de flujos, de

forma tal que el Tesoro General de la Nación debía hacer frente a tales desequilibrios con fondos de rentas generales. La crisis del sistema desembocó en su reforma en el año 1968, en que se dictaron las leyes 18037 y 18038, que establecieron el reemplazo del sistema de capitalización vigente por un sistema de reparto. Con ello se modificaba la conexión entre los aportes realizados durante la etapa activa y los beneficios en la pasividad. Cabe observar sin embargo que el sistema de reparto funcionaba “de hecho” desde fines de la década previa, dado el deterioro que venía sufriendo el sistema por las pérdidas patrimoniales que implicaba la inversión en OPS.

La reforma se completó un par de años después, al disponerse en 1970 el rescate de las OPS, haciéndose explícita una importante pérdida en términos reales para sus tenedores (las Cajas de Previsión). En efecto, si bien los títulos públicos en poder del sistema previsional superaban el 50% del PBI de la economía, el bajo nivel de ajuste incorporado en los títulos (a tasa fija, en una economía de alta inflación) determinó una deuda total de US\$ 273 millones. A esa reducción contable de la deuda del Gobierno nacional, se le sumó el hecho de que la nueva deuda se instrumentó en la forma de *pagos iguales a lo largo de diez años sin interés ni actualización*. Dada la elevada tasa de inflación en ese período, se estima que el Estado abonó menos del 10% de la deuda reconocida (que a su vez representaba menos del 1% del capital original). Por entonces sin embargo, y como queda dicho, el sistema previsional ya se encontraba desequilibrado actuarialmente y desfinanciado a largo plazo.

La reorganización del sistema previsional de 1968 derivó en un régimen híbrido o mixto, cuyas principales características fueron las siguientes:

- Se trataba de un sistema administrado exclusivamente por el Estado, con una división en tres áreas o Cajas: personal del Estado, de Industria y Comercio, y Autónomos. Daba cobertura a todos los trabajadores bajo relación de dependencia y autónomos. Se exceptuaban trabajadores extranjeros temporarios.
- Los beneficios básicos establecidos eran los de jubilación ordinaria, jubilación por edad avanzada, pensiones por discapacidad, y pensiones por fallecimiento de afiliados. Los beneficios se computaban como porcentaje de los salarios implícitos en las contribuciones (conocidos el porcentaje de contribución y su monto, se determinaba un salario implícito en el aporte). En el

caso de trabajadores en relación de dependencia, el beneficio se determinaba como promedio de los tres mejores niveles anuales de remuneración, dentro de los últimos diez años de aportes. Esta remuneración promedio definía la “remuneración al cese de actividad”. Para este mismo grupo de trabajadores se requerían 15 años (elevados a 20 en 1991) de aportes efectivos (es decir, documentados), 30 años de servicios “probados” (con declaración jurada en lo que excediera de los 15 –luego 20– años con aportes), y una edad mínima de 55 años para las mujeres y de 60 años para los varones.

- Los beneficios para quienes reunían los requisitos mínimos de jubilación garantizaban un retiro equivalente al 70% de la “remuneración al cese”. Para quienes permanecían ocupados después de cumplir las edades mínimas, el retiro (tasa de reemplazo) se elevaba hasta el 82% de la remuneración al cese (cuadro 1).

CUADRO 1
EDAD DE RETIRO Y BENEFICIO PREVISIONAL

Edades de retiro		Porcentaje sobre la remuneración al cese
Hombres	Mujeres	
60	55	70
63	58	78
64	59	80
65	60	82

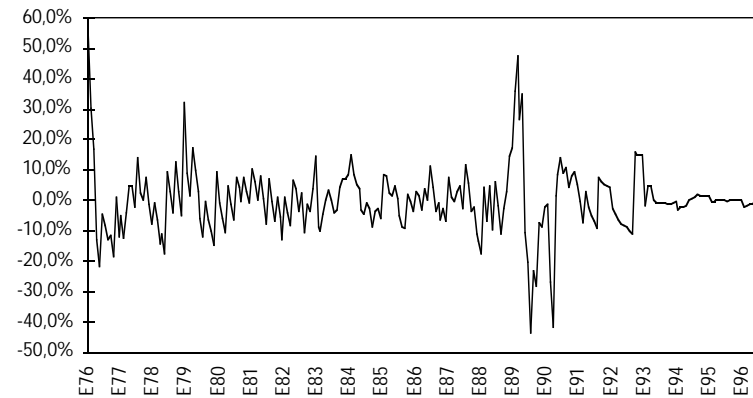
- El gasto previsional originado en el sistema nacional de jubilaciones y pensiones fue en promedio del 5,25% del PBI en la década de 1980, con extremos del 6,1% en 1981 y del 4,2% en 1989. El sistema requirió en forma ininterrumpida desde 1980 de ingresos de otras fuentes para mantener su equilibrio operativo. El mecanismo habitual de financiamiento incluyó redescuentos del Banco Central (vía el Banco de la Nación), y financiamiento directo del Tesoro General de la Nación. Desde mediados de la década de 1980 se incorporaron otras fuentes de financiación: impuestos sobre las naftas, sobre las comunicaciones telefónicas y sobre el consumo de gas natural, que representaron el 20% de los ingresos totales para previsión.

- Coexistían otros regímenes especiales o “de privilegio” para funcionarios públicos de los tres poderes del Estado, para militares, policía, penitenciaría, miembros de la Iglesia, etc. No existían topes sobre los haberes jubilatorios. Los intentos del Poder Ejecutivo por establecerlos fueron declarados inconstitucionales por el Poder Judicial, en parte por argumentaciones vinculadas a derechos “adquiridos” y en parte por no existir tope sobre los aportes.
- No existían restricciones sobre la posibilidad de duplicar beneficios, permitiendo la existencia de beneficiarios con varias prestaciones simultáneas.
- Las provincias y algunos municipios establecieron sus propios regímenes de jubilaciones y pensiones, y también las policías provinciales y en general los poderes públicos en cada jurisdicción. Dichos regímenes tendían a asegurar beneficios mayores que el régimen nacional, y también evidenciaban muy altas tasas de fraude (porcentaje de beneficiarios por “invalides”).
- Los costos administrativos del sistema previsional nacional se mantuvieron oscilando en torno del 2% de las prestaciones entre 1975 y 1986. A partir de entonces, y con la declinación de los haberes en términos reales y de las remuneraciones medias, los costos administrativos se elevaron hasta representar el 2,5% en promedio en 1987/1989 y el 3,3% en 1990/1993, en parte en este último período por los costos derivados de la reducción de personal (compensación por retiro “voluntario” como sustituto de la indemnización por despido) en el organismo de administración de la seguridad social (ANSES, Administración Nacional de la Seguridad Social).

3.2. Los incentivos del sistema

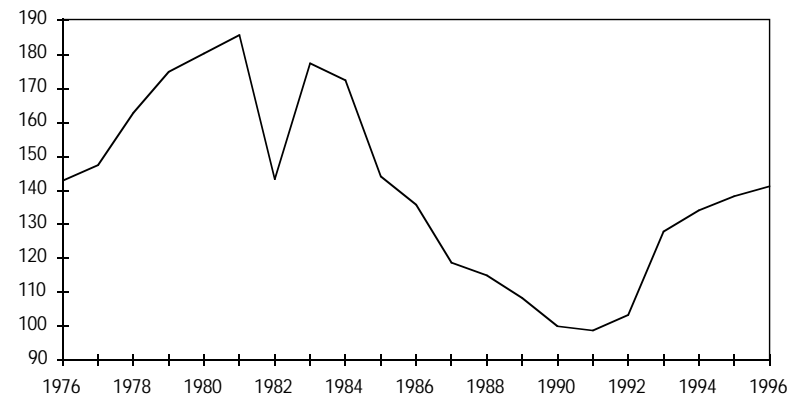
A pesar de las garantías legales, los beneficios previsionales se ajustaron de acuerdo con las disponibilidades presupuestarias, y con el contexto político que daba lugar a períodos con haberes más elevados que se sucedían con períodos en que el “ajuste” incluía la depreciación en términos reales de los haberes. Por otro lado, los retrasos en los ajustes, en un contexto de alta inflación, daban lugar a una elevada volatilidad de los haberes reales (medida en términos del desvío mensual respecto de la media anual).

VOLATILIDAD DEL HABER MEDIO REAL



Si se compara la evolución del índice de precios al consumidor (IPC) con el índice utilizado para el ajuste de los haberes (IGR, o índice general de remuneraciones) se observa un notorio retraso del IGR respecto del IPC en la segunda parte de la década de 1980, como una forma de ajuste del sistema a las disponibilidades presupuestarias. Con base 100 en 1985 para ambos índices, la relación IGR/IPC descendió a 61,5 en 1987 y a 50,5 en 1989. Desde entonces

HABER MEDIO REAL Base 1990=100



y hasta 1993 osciló entre un mínimo de 50 y un máximo de 54,6 (en 1990), a pesar de que desde abril de 1991 (fecha de entrada en vigencia de la Convertibilidad) las remuneraciones para determinar el “salario al cese” se computaron en términos nominales, sin ajuste por inflación.

Las demoras en que incurría la Administración de la seguridad social para otorgar los beneficios eran otro de los mecanismos utilizados para equilibrar el sistema. Tanto estos rezagos, como la subindexación de haberes, generaron un alto nivel de conflictividad. El número de expedientes judiciales abiertos osciló entre 1989 y 1993 en unos 60 mil nuevos casos anuales. De ellos 85% de las causas corresponden a reclamos de “movilidad” (ajustes) y por mora en el otorgamiento del beneficio.

Estas y otras razones –proliferación de regímenes de privilegio, debilidad del sistema al fraude por numerosas vías– tendieron a debilitar en el caso argentino el “contrato intergeneracional” asociado al funcionamiento de un sistema de reparto. La viabilidad del sistema de reparto requiere en efecto el cumplimiento de un contrato implícito de *transferencia de ingresos entre generaciones*, por el cual la generación de activos aportantes se compromete a transferir una porción de sus ingresos a los pasivos, y de ese modo “compra” un seguro para el momento del retiro, en el que los nuevos activos cumplirán con el contrato intergeneracional de sostener a los pasivos. Más allá de las cuestiones actuariales y demográficas asociadas a sostener este “contrato”, el mismo requiere además que el Estado pueda imponer coactivamente (enforce) el cumplimiento del mismo, y por otra parte que el sistema no tenga aspectos de diseño que favorezcan la evasión. En otro caso, la ruptura del contrato sobreviene más o menos rápidamente, llevando al sistema a la bancarrota.

La ruptura contractual, en el caso argentino, estuvo ampliamente favorecida por el deterioro de la capacidad de control tributario, y por el propio diseño del sistema. Por una parte, en efecto, el sistema previsional proporcionaba diversos incentivos que estimulaban la subdeclaración de ingresos, tanto parcial como extrema (declaración como inactivo de una persona que está ocupada).

El *cómputo de la remuneración al cese* a partir de los mejores tres años de los últimos diez en actividad inducía a subdeclarar los ingresos (y por lo tanto a reducir los aportes) durante todo el período de actividad, con excepción claro está de los últimos tres años de

actividad en que se declaraban ingresos más elevados. En términos económicos era de esperar que los ingresos de los últimos años no fueran necesariamente los más elevados, ya que la tasa de retorno a la experiencia suele presentar una curvatura que tiende a reducir el nivel salarial antes de la edad de retiro.¹ Sin embargo un informe de la Dirección Nacional de Recaudación Previsional de setiembre de 1991 sobre la base de un estudio de 800 casos, mostraba que:

- El promedio de los tres mejores años de los últimos diez era un 35% superior al promedio de los últimos diez años.
- En el 63% de los casos los dos mejores años (de los últimos diez) estaban entre los tres últimos.
- En el 54% de los casos los tres mejores años de los últimos diez eran, exactamente, los tres últimos años.

Una segunda razón que generaba un incentivo a que los mejores años fueran los últimos, era la *aplicación del índice de ajuste* de las remuneraciones (IGR) que –como antes se señaló– no ajustaba plenamente las remuneraciones por el IPC ni por los salarios nominales medios, y por lo tanto inducía a subdeclarar ingresos en los años previos (aun cuando los ingresos efectivos fueran mayores, pues resultaban subestimados con el ajuste del IGR), y a sobredeclarar los últimos años.

Por otra parte, la legislación previsional daba lugar a que individuos que hubieran realizado un esfuerzo contributivo (aportes) significativamente diferentes, obtuvieran el mismo beneficio. Ello no sólo era así por la subdeclaración de ingresos de algunos previa a los tres mejores últimos años, sino porque la mayoría cumplimentaba el *requisito de años de aporte* con una declaración jurada, no con aportes registrados y comprobados. Aun después de elevar los requisitos de años de aportes probados de quince a veinte años en 1991, todavía en 1994 se observaba que los años promedio de aporte eran notoriamente inferiores a los 30 años establecidos en la ley (cuadro 2).

Si se excluye la Caja de empleados del Estado, con un bajo nivel de fraude presunto en materia de años de aportes, se observa que el total de años de aporte comprobados era inferior a 23 años.

Cabe observar que la demografía, junto con las edades de jubilación diferenciadas por sexo, tendían a desfinanciar al sistema. La población envejeció notoriamente en la segunda mitad del siglo.

CUADRO 2
AÑOS PROMEDIO DE APOORTE AL SISTEMA

	Hombres	Mujeres	Total
Caja Industria	24	23	23
Caja Autónomos	26	20	22
Caja Estado	33	27	32
Total Sistema	30	23	27

Los hombres en “edad de trabajar” (de 15 a 59 años) pasaron de representar el 62,9% de la población masculina en 1950, al 60,1% en 1970 y a 57,0% en 1990. Las mujeres en “edad de trabajar” (de 15 a 55 años) pasaron del 58,5% en 1950 a 55,1% en 1970 y a 51,6% en 1990. La *tasa de dependencia demográfica* (hombres desde 60 años y mujeres desde 55 años, respecto de población en edad de trabajar) se duplicó en 4 décadas: pasó de 14,3% en 1950 a 22,6% en 1970 y a 28,0% en 1990. La Argentina tenía, en este aspecto, una población relativamente vieja sólo comparable en América al caso de Uruguay, los Estados Unidos, Canadá y algunos pequeños países del Caribe.

La esperanza de vida al nacer era a su vez, a comienzos de los '90, superior para mujeres que para varones en torno de 7 a 8 años.² Las mujeres aportaban en promedio (cuadro 3) unos 7 años menos que los hombres. Para una mujer que se jubilara a los 55 años, con el aporte promedio de 23 años, se otorgaba una pensión por un promedio (dada la esperanza media de vida) de 21 años. Para un hombre que se jubilara a los 60 años, con un aporte promedio durante 30 años (cuadro 3), se otorgaba una pensión por un período promedio de 9 años. La población de mujeres “en edad de jubilarse” crecía más rápidamente que la de varones en tal situación. Las mujeres mayores de 55 años eran 10,6% en 1950, y superaban el 19% al momento de la reforma previsional. Los hombres en edad de jubilarse eran 6,9% de la población de varones en 1950, y 11,5% en 1994, con una tasa de crecimiento menor (debido a la diferenciación de edades).

La discrecionalidad en el otorgamiento de beneficios fue otra característica del sistema, que se fundaba en las posibilidades que

brindaba su diseño “abierto”. El sistema de reparto era particularmente vulnerable a grupos de presión, que a partir de sus posiciones políticas obtenían beneficios especiales. Dos de las formas que asumió la inequidad de manera notoria durante el período fueron el otorgamiento de *beneficios de privilegio* y las *moratorias* de aportes.

Las jubilaciones de privilegio abarcaron un porcentaje relativamente reducido de la población, aunque fueron extendiendo su cobertura originalmente limitada a funcionarios políticos. Así el beneficio de privilegio para Senadores y Diputados se extendió al personal del Congreso de la Nación y personal legislativo, el beneficio para miembros del Poder Judicial y Corte Suprema también alcanzó a Secretarios y Prosecretarios de Cámaras, al Tribunal Fiscal, etc. Estos beneficios se obtenían con menores requisitos que los de la ley general y con beneficios más elevados que los que establecía la misma.

Otra forma notoria de inequidad vino dada por las frecuentes moratorias de aportes previsionales, en particular para trabajadores autónomos. Orientadas por objetivos fiscales de corto plazo, permitían en forma periódica blanquear la evasión de años previos mediante el pago de una suma inferior a la determinada originalmente. Con ello se podía obtener un beneficio con aportes inferiores a los que marcaba la ley, mediante el recurso de ingresar en las recurrentes moratorias que, desde fines de la década de 1960, terminaron por caracterizar las décadas de 1970 y 1980.

La capacidad de fiscalización, y por lo tanto la fuerza de hacer cumplir la normativa y el contrato intergeneracional, tampoco fue una característica por la que se destacó la administración previsional. Ello queda de manifiesto al observar, a modo de ejemplo, la evolución del otorgamiento de *beneficios por invalidez*. Entre 1980 y 1989 el 15,5% del total de beneficios en promedio fueron jubilaciones por invalidez. En 1989 se alcanzó una proporción del 19,6%, momento a partir del cual se inició un descenso al 16,5% en 1991, al 10,8% en 1994 y al 10,7% en 1996. En este cómputo no se incluyen los pensionados por invalidez (los generados por fallecimiento de jubilados con invalidez).

Cabe observar que las razones que impulsaron a revisar y reformar el sistema de reparto en la Argentina no fueron diferentes de las razones que actualmente se enfrentan para reformar tales esquemas en otros países. Tales razones han estado vinculadas, en primer lugar, a la creciente contribución al déficit fiscal y la rigidez

presupuestaria que se deriva de la seguridad social, a la pérdida de competitividad de las economías vinculada con el aumento de largo plazo en los aportes y contribuciones sociales (imposición al trabajo) y otros impuestos, y al crecimiento del endeudamiento neto de largo plazo (consecuencia de la desfinanciación del sistema). En algunos sistemas maduros –Chile en los '80, Argentina y Uruguay en los '90– el virtual colapso del sistema o la presión sobre la situación fiscal de corto plazo, proporcionaron un contexto relativamente favorable para encarar la reforma.

La presión del cambio demográfico (aumento de la proporción de personas en edad de jubilarse respecto de la proporción de personas en edad de trabajar, o *tasa demográfica de dependencia*), sumada a la introducción de elevadas *cuñas* entre aportes y beneficios, dio lugar, en efecto, en la mayoría de las experiencias mundiales³ a un deterioro en la tasa de dependencia no sólo demográfica, sino a la *tasa de dependencia del sistema* previsional (la relación entre pensionados y aportantes).

Los países con administraciones tributarias de menor calidad vieron un aumento más rápido de la *evasión*, lo que a su vez tendió a elevar las *cuñas* (por la vía de aumentos en las contribuciones y

CUADRO 3
TASAS DE DEPENDENCIA EN PAÍSES DE LA OCDE

País / Año	1990	2000	2010	2020	2030
Japón	17,1	24,3	33,0	43,0	44,5
Alemania	21,7	23,8	30,3	35,4	49,2
Francia	20,8	23,6	24,6	32,3	39,1
Italia	21,6	26,5	31,2	37,5	48,3
Reino Unido	24,0	24,4	25,8	31,2	38,7
OCDE Europa	20,6	22,1	24,7	30,8	39,2
Canadá	16,7	18,2	20,4	28,4	39,1
Estados Unidos	19,1	19,0	20,4	27,6	36,8

Nota: La tasa de dependencia se define como la relación entre población desde 65 años y población "en edad de trabajar", de 15 a 64 años.

Fuente: Banco Mundial (1994) y H. Siebert (1997).

aportes). En los países donde los sistemas son más jóvenes (su creación es más reciente, como en algunos países de América Latina), a pesar del aumento en la tasa de dependencia de los sistemas, este cociente aún se mantenía por debajo de la tasa de dependencia demográfica. Son los casos de México y Venezuela.

En países con sistemas maduros, con cobertura amplia y una administración tributaria con tradición de cumplimiento, las tasas demográficas y del sistema se mantenían bastante cercanas (véase en el cuadro 4, los casos de los Estados Unidos, Suecia y Suiza). Finalmente, en países con notorias filtraciones tributarias y/o en el otorgamiento de los beneficios (Argentina, Brasil, y aun Uruguay) a comienzos de la década de 1990 las tasas del sistema tendían a superar fuertemente la tasa demográfica de dependencia.

A comienzos de la década de 1990 las contribuciones para financiar los gastos de los sistemas de pensiones mostraban altos porcentajes respecto del gasto salarial, en los países más maduros de Europa y de América Latina (Argentina, Uruguay, Costa Rica).

CUADRO 4
DEPENDENCIA DEL SISTEMA Y DEMOGRÁFICA
Año 1990

País/Tasa	Tasa demográfica (1)	Tasa del sistema (2)	Relación (2)/(1)
España	34,8	45,5	1,31
Italia	37,2	84,0	2,25
Suecia	43,5	37,0	0,85
Suiza	34,5	41,7	1,21
Estados Unidos	30,3	30,3	1,00
Brasil	14,1	40,0	2,84
Argentina	26,9	66,7	2,48
Uruguay	33,3	47,6	1,43
Venezuela	12,2	10,9	0,89

Nota: La tasa de dependencia demográfica se define en este cuadro como el cociente entre los mayores de 60 años y la población de 20 a 59 años. La tasa de dependencia del sistema es la relación entre beneficiarios y cotizantes a la seguridad social.

Fuente: Banco Mundial (1994), cuadros A1 y A4.

La tendencia de dichas contribuciones como porcentaje de los salarios pagados se mantenía creciente. Tal fue la evolución en la Argentina hasta mediados de los '90, y en la mayoría de los sistemas estatales de pensiones.

En el caso de Alemania, las contribuciones para financiar el sistema de pensiones representaban 10,0% de los salarios brutos hacia 1950, el 14,0% en 1960, el 18,0% en 1980 y el 18,7% en 1990. En 1996 se habían elevado a 19,2% y en 1997 crecieron hasta representar el nivel apuntado del 20,3% de los salarios brutos. En la hipótesis de ausencia de reformas estas tasas deberían mantener un sendero

CUADRO 5
IMPUESTOS SOBRE LA NÓMINA PARA PENSIONES HACIA 1994
Países seleccionados, porcentaje sobre la remuneración bruta

País	Tasa de contribución
Alemania (1997)	20,3
Austria	22,9
Francia	19,8
Italia	26,2
Reino Unido	18,8
Japón	16,9
Estados Unidos	12,4
China	18,0
India	20,0
Malasia	20,0
Singapur	35,0
Taiwan	7,0
Argentina	27,0
Brasil	29,5
Chile	13,3
Uruguay	29,5

Fuentes: Banco Mundial (1994), H. Siebert (1997). Excepto Alemania, los datos corresponden a la situación vigente en 1994. En la Argentina no se incluyen los descuentos que comenzaron a regir desde 1994 para algunos sectores de actividad, y que se generalizaron desde 1996. La tasa promedio vigente en 1997 para la Argentina es 20,6%.

creciente, aun sin aumentos en la evasión, si se tiene en cuenta que la proporción de población en edad de jubilarse tiende a crecer. En el caso alemán dicho incremento se estima en 50% en los próximos 30 años, respecto de la población en edad de trabajar. La solvencia de los sistemas de pensiones públicos se alteró en el corto plazo, al registrarse déficit crecientes en los sistemas de seguridad social.

Pero también, en la medida que los beneficios no podían ser reducidos en forma automática para reequilibrar los sistemas, la deuda implícita previsional neta comenzó a crecer con rapidez, lo que implicaba que los sistemas se desequilibraban en el largo plazo. De tal forma, la reforma del sistema de pensiones pasó a constituir una cuestión central en la agenda de reformas en países con *sistemas maduros* (es decir, aquellos en los cuales la tasa de dependencia del sistema es elevada).

CUADRO 6
DEUDA NETA DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES EN LA OCDE
Año 1995
(En porcentajes del PBI de 1990)

PAIS	Deuda bruta	Activos	Deuda neta	Deuda s. público/PBI
Alemania	467	306	160	61,6
Francia	729	513	216	60,0
Italia	742	508	233	122,0
Canadá	482	231	250	99,6
Japón	496	296	200	80,7
Reino Unido	537	350	186	60,0
USA	309	265	43	64,3

Fuente: H. Siebert (1997).

3.3. Algunas consecuencias del diseño de reparto

La reputación del sistema previsional en la Argentina se formó, pues, sobre las siguientes bases:

1. El *valor presente* del beneficio jubilatorio siempre era *inferior al valor capitalizado de los aportes* para quien aportara de acuerdo con las normas previsionales generales (no así para quien se beneficiara de una moratoria). Esta diferencia entre contribución y beneficio provenía en primer lugar de las demoras administrativas en otorgar los beneficios jubilatorios (ya a mediados de la década de 1960 y hasta fines de los '80 se contaba en retrasos de más de un año), y por lo tanto de la reducción del valor presente del beneficio. En segundo lugar, al momento de establecerse el beneficio inicial el IGR ajustaba a la baja la prestación de los mejores tres años. En tercer lugar, independientemente del nivel inicial, la prestación convergía a la prestación mínima (durante la década de 1980 más del 60% de las prestaciones se concentraban en el nivel mínimo, llegándose al extremo a fines de 1986 en que el 82% de las prestaciones estaban en el nivel mínimo). De tal modo el aporte tenía una elevada componente de impuesto.

2. Existían notorias inequidades en el sistema. Frente al régimen general, una porción de trabajadores del Estado tenía aportes inferiores y recibía beneficios superiores al régimen general. El aporte era visto, de tal modo, como un impuesto con fines redistributivos regresivos.

3. La *capacidad de fiscalización* del sistema era baja. Los niveles de fraude en los beneficios por invalidez eran no sólo muy elevados en el sistema nacional, sino que en los sistemas previsionales provinciales llegaban a niveles insólitos (más de 50% de la población jubilada por invalidez en algunas provincias). Se ofrecía así una alta probabilidad de engañar con éxito al sistema.

4. Una de las formas típicas de engañar al sistema fue la subdeclaración de aportes durante $t-3$ años, con t el número de años en que se realizaron aportes efectivos (poco más de 20 años en promedio).

5. Otra forma típica de engaño al sistema fue la posibilidad de estar totalmente fuera del mismo durante k años ($k < t-3$), para ingresar por vía de las moratorias. De tal modo, durante el período de $t-3$ años en que se requerían aportes efectivos, el individuo podía subdeclarar ingresos o bien aportar una suma inferior a la determinada originalmente (a través del recurso de ingresar en algún régimen de regularización previsional, o moratoria), y declaraba correctamente durante los 3 últimos años. Por la diferencia hasta los 30 años ($30-t$) de servicio exigidos por la ley, el trámite resulta-

ba relativamente sencillo, sin requerir probarse en forma fehaciente la realización de aportes.

6. Como resultaba notorio, el sistema dio lugar a una elevada litigiosidad dada la quita que registraban los haberes por los métodos de corrección monetaria. Una elevada proporción de los nuevos jubilados (superior al 40%) iniciaba juicio contra el Estado por movilidad (ajuste del beneficio) o por el nivel inicial del beneficio.

Sobre tales bases de incentivos, no resultó extraño que el sistema se caracterizara por un elevado y creciente nivel de *evasión y fraude*. Por otra parte, como las normas legales mantenían la promesa de un nivel jubilatorio que en los hechos no estaba financiado, se mantuvo una virtual situación de incumplimiento legal resistido por el sistema judicial, que a su vez se comportaba con *ilusión fiscal*. El cumplimiento transitorio y parcial de las normas exigió a su vez mayores recursos, que gravaron relativamente más pesadamente a las generaciones de activos que se incorporaron en las últimas dos décadas, dando lugar a una clara situación de *inequidad intergeneracional*.

La respuesta de los agentes económicos ante este conjunto de incentivos fue la de "salir parcial o totalmente del sistema formal", es decir, minimizar los pagos netos al sistema. Tal fue la estrategia frente a un sistema que, al momento de fijar el nivel inicial de la prestación o a lo largo del tiempo, hacía converger los beneficios a un nivel igualitario e independiente de los aportes realizados en la etapa activa. A mediados de 1994 –poco antes del inicio del nuevo sistema– se estimaba un nivel de evasión previsional, medida en términos de aportantes exclusivamente (es decir, no considerando la subdeclaración de ingresos) de poco menos de 35%. Los mayores niveles de evasión se encontraban en Actividades Rurales y Servicio Doméstico (81%) y en Autónomos (75% de los obligados a cotizar). La relación promedio entre aportantes y beneficiarios había descendido de 2,5 en 1980 a 1,9 en 1985 y a 1,7 en 1993.

A pesar del elevado nivel de evasión, en la forma de subdeclarar ingresos parcial o totalmente, el sistema se caracterizó desde 1984 en forma notoria por las continuas demandas legales por el cumplimiento de la normativa. Esta normativa favorecía notablemente las conductas de *free-riding*, ya que implicaba una tasa de reemplazo del 70 al 82% del ingreso de los tres mejores años, dentro de los últimos diez en actividad. En los hechos ello implicaba una tasa de

reemplazo del orden del 95% de los salarios promedios declarados por los aportantes, que en promedio sólo contribuían por un período de menos de 23 años comprobados. Con una relación de aportantes a beneficiarios menor que 2 durante más de una década, el sistema convergía a su quiebra. Las sucesivas sentencias en favor de las demandas de jubilados muestran un elevado grado de ilusión fiscal tanto por parte de los jueces como del sistema político que consintió en mantener tal situación de quiebra oculta hasta 1993.

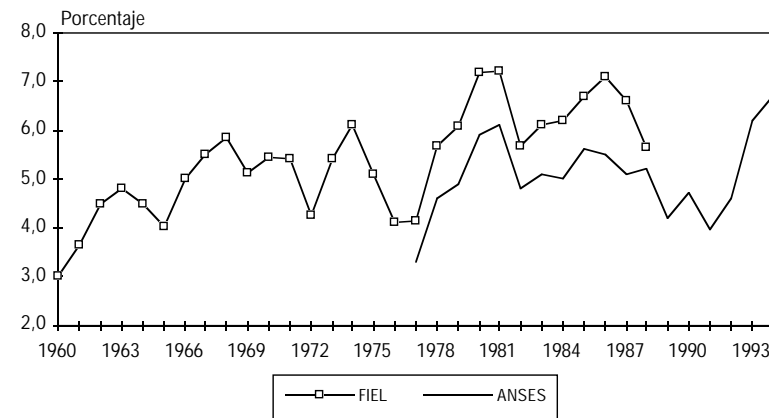
Por otra parte, el hecho de que el sistema haya obtenido excedentes que fueron apropiados por el Estado para el financiamiento de gasto no previsional, indica que los activos financiaron gasto público que benefició en particular a los pasivos contemporáneos. El "préstamo" de los activos (de fondos más tarde requeridos para financiar nuevos pasivos) pasó a ser pagado enseguida por los propios activos, en la forma de mayores impuestos sobre sus consumos. Este mecanismo dio lugar a una clara inequidad intergeneracional, en particular para los activos que se desempeñaron en las décadas de 1970 y 1980. Este notorio aspecto de inequidad entre generaciones no fue –sin embargo– motivo de análisis político en la discusión sobre la reforma del sistema previsional.

Desde el punto de vista macroeconómico las consecuencias del diseño previsional de los años '60 fueron diversas. Por un lado, los importantes desequilibrios fiscales del gobierno nacional en la década de 1980 tuvieron parte de su explicación en el desequilibrio del sistema previsional (a diferencia del superávit que caracterizó al sistema hasta los años '60 y que luego –expropiación de las Cajas mediante– retornó transitoriamente en los años '70), y en las dificultades para financiarlo en presencia de tan notorios incentivos a la evasión y la fragilidad de los mecanismos de control. El gasto previsional mostraba una tendencia creciente en relación con el producto, a pesar de los diversos instrumentos que se utilizaban para mantener acotado su crecimiento. El cuadro adjunto muestra dos series que –con diferencias en cobertura y metodología– presentan la expansión tendencial del período que va hasta mediados de los '80, el profundo valle hacia 1990 y la rápida recuperación posterior del gasto previsional. En los años '70 y '80, la expansión del gasto dio paso al financiamiento monetario de los desequilibrios fiscales, que contribuyó a la muy alta tasa de inflación que ya caracterizaba a la Argentina, que se aceleró en los años '80.

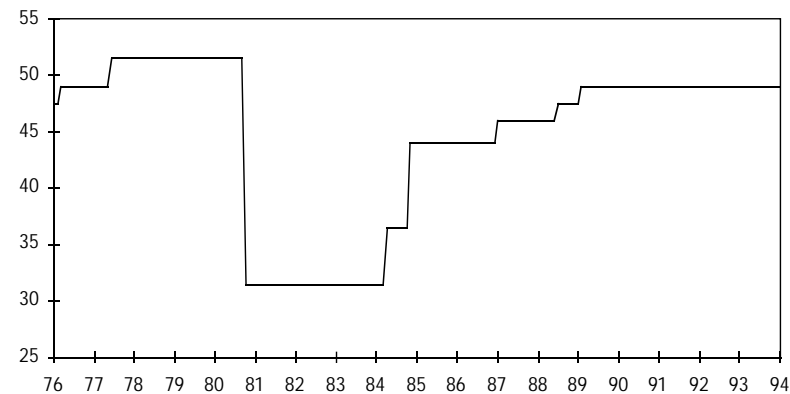
En lo que hace al mercado de trabajo, los recurrentes déficit pre-

visionales dieron lugar a una tendencia creciente en los impuestos sobre la nómina salarial desde comienzos de la década de 1980 que desde una carga total (asalariado y empleador) del 31,5% en 1981 se elevó al 49% en el período 1989-1993. Dado que los aportes patronales se trasladan en su mayor parte a largo plazo al asalariado, el incremento de aportes en la década de 1980 tuvo en el corto plazo el efecto de incentivar la evasión y reducir el nivel de empleo, y en el mediano plazo tendió a deprimir el salario neto observado.

GASTO PREVISIONAL EN PORCENTAJE DEL PBI



CONTRIBUCIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL 1976-1994
CONTRIBUCIONES PATRONALES MÁS APORTES PERSONALES



En 1980, con datos basados en la encuesta permanente de hogares, el porcentaje de asalariados informales (aquellos a los que nos se les practican descuentos por aportes jubilatorios) era de 18,7% en el área de Buenos Aires. Ese nivel creció a 27,6% en 1990 y al 34,3% a fines de 1993. Desde el punto de vista del asalariado, se incrementó el premio a evadir, y ello en particular se refleja en los altos índices de evasión de los trabajadores autónomos (más del 75%, según se señaló más arriba).

El alto nivel de permisividad en materia de jubilaciones por invalidez permitió la extensión de un sistema fraudulento de pagos de transferencia que tenían como condición esencial la salida del mercado de trabajo de sus beneficiarios. De tal modo, la extensión de estas jubilaciones por invalidez determinaba una caída de la oferta de trabajo, observable a través de una menor tasa de participación laboral. Si a su vez estos trabajadores se reinsertaban en el mercado laboral, sólo podían hacerlo por la vía del trabajo informal. Las frecuentes moratorias a su vez, combinadas con la permisividad del sistema en lo relativo a la certificación de años de aporte, indujeron la entrada tardía al mercado laboral de las mujeres, y la postergación de la entrada al mercado (formal) de otros que, en ausencia de tales transferencias habrían engrosado la oferta laboral desde más temprano. De tal modo, la elevada probabilidad en las décadas de 1970 y 1980 de obtener una jubilación a partir de un reducido número de años de aporte, aumentó los incentivos de la población de quedarse fuera del mercado de trabajo (es decir, redujo la tasa de actividad). Aun cuando su influencia puede haber sido de pequeña cuantía, también corresponde mencionar que la extensión de los regímenes de privilegio en las dos décadas previas favoreció la salida temprana del mercado laboral de diversos grupos de trabajadores (militares y fuerzas de seguridad, maestros, empleados de organismos legislativos, judiciales, etc.), y por lo tanto contribuyó a contraer la oferta de trabajo.

Notas

1. El ajuste de ecuaciones de Mincer para el área de Buenos Aires muestra que el salario de oportunidad crece con la experiencia –definida como edad menos años de escolaridad desde los 5 de edad–, hasta aproximadamente los 30/35 años. Ello implica en general un descenso en la remuneración esperada cerca de los 55 años. Véase *Regulación del mercado de*

trabajo en América Latina (G. Márquez, compilador), capítulo 2, Argentina. CINDE-IESA, 1994.

2. La esperanza de vida a la edad de retiro era hacia 1990-1992 según INDEC (Tabla Completa de Mortalidad de la Argentina, por sexo. 1990-1992. Serie Análisis Demográfico N° 3, 1995) de 13,5 años para los varones de 65 años, y de 21,3 años para las mujeres de 60 años. La diferencia es algo menor a los 8 años, pero se incrementó un año respecto de la situación prevaleciente en 1960.

3. Banco Mundial (1994).

CAPÍTULO 4

La reforma de pensiones en Argentina

Como paso previo a la reforma aprobada en 1993, el gobierno argentino adoptó diversas disposiciones con miras a dotar de mayor solvencia al sistema previsional. Elevó los requisitos de años de aporte comprobados hasta 20, elevó de tres a diez años el período computable para determinar la remuneración al cese, redujo el fraude en lo relativo a otorgar jubilaciones por invalidez, y reorganizó el sistema de control y fiscalización de aportes, pasándolos de la órbita del ANSES al del organismo responsable también de la recaudación tributaria, la Dirección General Impositiva (DGI).

Todo sistema de reparto (o un sistema híbrido como el vigente hasta mediados de 1994 en la Argentina), ajusta por variaciones en las tasas contributivas, cambios en los requisitos de años de servicio con aportes, rigurosidad en los controles –en especial en lo referido a prestaciones por invalidez–, modificaciones en las edades de retiro, y modificaciones en el cálculo de las prestaciones o en las reglas de movilidad (actualización) de las mismas. El gobierno agotó hacia 1993 los primeros tres instrumentos, pues llevó las tasas contributivas a niveles muy elevados en términos de la legislación comparada y elevó los controles de modo que llegaron a interpretarse como barreras para no conceder el beneficio.

Los últimos instrumentos –referidos a la forma de cómputo de los haberes de pasividad– a su vez habían sido utilizados en exceso durante las dos décadas previas, y la sucesión de sentencias judiciales que obligaban a recalcular los beneficios y pagar las deudas previsionales en que el sistema había incurrido, había puesto de

manifiesto la imposibilidad de continuar utilizando esta vía de ajuste.

En abril de 1991 el gobierno nacional consolidó las deudas previsionales, a partir de recalcular los haberes previsionales respecto de lo que efectivamente percibían los pasivos, y determinó una deuda de \$ 7507 millones, que en su mayor parte fueron documentados a través de títulos públicos en pesos o dólares (a opción de los beneficiarios). A partir de setiembre de 1992, y luego de un acuerdo entre el gobierno nacional y las provincias (Pacto Fiscal I), se comenzaron a abonar los haberes que surgían del recálculo realizado por la Secretaría de Seguridad Social. Las diferencias entre los montos abonados entre abril de 1991 y agosto de 1992 se consolidaron en un segundo bono previsional, por un importe de \$ 4859 millones. Dicha deuda importaba poco más del 5,5% del PBI anual.¹

El carácter provisorio y transitorio de las soluciones parciales adoptadas desde 1990 para reencauzar el sistema previsional se hizo evidente al cabo de los primeros meses de Convertibilidad, durante los cuales el gasto previsional creció de forma que su evolución se proyectaba inconsistente con el equilibrio fiscal y la estabilidad. A fines de 1991 el Poder Ejecutivo decidió encarar una reforma profunda del sistema y envió un proyecto de ley cuyo tratamiento insumió dos años al Congreso. Finalmente en octubre de 1993 el Congreso sancionó la ley 24241 que creó con carácter de cobertura universal, el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), con reformas importantes respecto del proyecto original del Ejecutivo.

1. Características del nuevo sistema

El nuevo régimen argentino puede caracterizarse como mixto, tanto desde el punto de vista de los beneficios –que tienen componente pública y privada-, como de las instituciones que intervienen en la organización y administración del sistema. El régimen es obligatorio para todo trabajador mayor de 18 años en relación de dependencia o autónomo, del sector público nacional y privado.² Los haberes de jubilación en el nuevo sistema constan de tres componentes:

- Si el individuo permanece en el régimen de reparto, computa una prestación básica universal, PBU, una prestación compensatoria, PC, y una prestación por permanencia, PP, por el período que mantiene sus aportes hasta su jubilación.
- Si el individuo opta por cambiar de sistema e ingresar al de capitalización, computa asimismo en el momento de retirarse una PBU, una PC, y una prestación por el período en que haya capitalizado sus aportes.

La PBU es otorgada por el Estado, y se financia con aportes de los empleadores del 16% sobre la nómina salarial, así como con impuestos afectados específicamente y con otros recursos de la seguridad social. Tienen derecho a la PBU todos los trabajadores que se jubilan desde 1994, en relación de dependencia y los autónomos que hayan cumplimentado los requisitos de edad, y un mínimo de 30 años de aportes. La PBU es una suma que varía sólo en función del número de años de aportes por sobre los 30, y hasta los 45 años. La PBU básica se calcula como 2,5 AMPOs (aporte medio previsional obligatorio). Por cada año adicional sobre 30 y hasta 45, ese haber se eleva en 1 %. De tal modo, la PBU adquiere un carácter netamente redistributivo.

La PC, prestación compensatoria, corresponde a quienes hayan realizado aportes a algún sistema previsional de reciprocidad a la fecha de la reforma. La PC se calcula como el 1,5% del Ingreso Base, por el número de años de aporte antes de la reforma (hasta 35). El Ingreso Base es el promedio actualizado (por índice salarial oficial) de las remuneraciones imponibles de los últimos 10 años anteriores a la jubilación. El salario imponible tiene un tope de 60 AMPOs.³ De tal modo la PC también tiene una componente redistributiva, pero limitada al tope salarial. La PP, prestación adicional por permanencia, es el ingreso adicional a la PBU y PC que obtiene un individuo que decide permanecer en el sistema de reparto después de la reforma. La PP se calcula como 0,85% del Ingreso Base por el número de años de aporte hasta su jubilación (desde el momento que opta), con un máximo de 35 años.

La prestación por capitalización, que recibe adicionalmente a la PBU y a la PC quien opta por el sistema de capitalización, es un flujo determinado en función de sus aportes al fondo de capitalización seleccionado. Se observa que aun en el régimen de capitalización que se crea, las prestaciones tienen un componente de reparto,

acotada en monto y decreciente hacia el futuro (la PC del régimen de capitalización tiende a desaparecer en algunas décadas, quedando sólo la PBU). Este carácter mixto del régimen argentino se funda en diversas razones, entre las cuales figura la restricción constitucional que asigna un rol fundamental al Estado en los aspectos de la seguridad social.⁴ La obligatoriedad del régimen se fundamentó en la conducta miope que pueden presentar los grupos más jóvenes, y en la conveniencia de desincentivar las conductas de *free rider* y azar moral.

En lo que hace a las entidades y organismos involucrados en el nuevo sistema, las AFJP o Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, reciben los fondos (obligatorios y voluntarios) y los colocan en activos financieros, respetando un conjunto de limitaciones sobre la cartera que establece la ley. Los fondos son recaudados por el Estado, a través de una cuenta única del SUSS (Sistema Único de la Seguridad Social), y se acreditan en tiempo real (48 horas) a las respectivas AFJP.

Dichos fondos conforman el Fondo de Jubilaciones y Pensiones, que constituye un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la Administradora, y que pertenece a los afiliados. La Administradora carece de derecho de propiedad alguno sobre el Fondo. Los bienes y derechos que componen el Fondo son inembargables, y su destino exclusivo son las prestaciones previsionales establecidas por la ley. Los derechos de copropiedad de cada afiliado/beneficiario sobre el Fondo, se representan por cuotas, cuyo valor se determina en forma diaria.

Las otras entidades privadas que conservan un rol de importancia en el nuevo sistema, son las compañías de seguros, que como entes privados (o públicos) aseguran a los aportantes contra los riesgos de invalidez y muerte. Adicionalmente otorgan beneficios bajo la modalidad de rentas vitalicias. La ley diferencia entre compañías que cubren los riesgos de invalidez y muerte (compañías de seguro de vida), y aquellas que otorgan rentas vitalicias previsionales (compañías de seguro de retiro).

Finalmente, las Sociedades Calificadoras de Riesgo, inscriptas en el Registro Nacional respectivo creado en 1992, tienen por objeto calificar el riesgo asociado a acciones, obligaciones negociables, y fondos comunes de inversión, pudiendo calificar asimismo títulos públicos nacionales o extranjeros, y títulos privados extranjeros.

El rasgo dominante del sector público en el nuevo régimen es

su función de regulación y fiscalización. Se limita en cambio su participación directa en la administración del sistema. Si bien se admite la posibilidad de constituir AFJP a través de la banca oficial, el Poder Ejecutivo vetó un artículo de la ley 24241 que establecía garantías especiales sobre los fondos colocados en la AFJP del Banco de la Nación Argentina. Los organismos públicos que participan en las actividades del sistema son:

- La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, SAFJP, organismo descentralizado dependiente del Ministerio de Trabajo de la Nación, que cumple la función fiscalizadora, normativa y regulatoria por excelencia del régimen de capitalización.
- La Administración Nacional de la Seguridad Social, ANSES, que recibe y distribuye los aportes como antes se señaló, otorga las prestaciones de reparto, PBU y PC, y administra los beneficios del antiguo sistema (hasta su extinción).
- El Banco Central de la República Argentina, BCRA, que actúa como el ente calificador de riesgo de los títulos públicos provinciales, municipales o de empresas públicas, así como también de títulos públicos extranjeros y de depósitos en entidades financieras. El BCRA interviene asimismo en la determinación de límites máximos autorizados a invertir por las AFPJ, conjuntamente con la SAFJP y la CNV.
- La Comisión Nacional de Valores, CNV, que actúa como calificador de riesgo de títulos privados de emisores extranjeros. Asimismo la CNV interviene en la determinación de límites máximos autorizados a invertir por las AFJP, conjuntamente con la SAFJP y el BCRA.
- La Superintendencia de Seguros de la Nación, actúa como ente fiscalizador y regulador en lo referente a la actividad aseguradora.

El beneficio principal que otorga el nuevo sistema previsional argentino es el de la jubilación, a la que tienen derecho quienes cumplan con los requisitos de edad (diferenciados en 65 años para hombres, 60 años para mujeres, modificando el Congreso el proyecto original que establecía 65 años para ambos sexos), y de aportes (no menos de 30 años). Quienes no cumplan con los requisitos de aportes pueden en parte compensar con excesos de edad. Se es-

tablecen asimismo condiciones para la jubilación anticipada (antes de cumplir los requisitos de edad), y para permitir postergar la jubilación (manteniendo obligaciones de aporte y postergando la percepción de prestaciones). Por otra parte el sistema concede prestaciones por invalidez y pensiones por fallecimiento.

Las prestaciones del subsistema de capitalización toman la forma de un flujo de pagos determinado en función del capital acumulado en cada cuenta individual, a partir de los aportes realizados, capitalizados, descontados los gastos de administración y primas de seguros. Las modalidades previstas para acceder a los saldos de las cuentas de capitalización, al cumplirse los requisitos de jubilación o invalidez, son las de retiro programado, renta vitalicia o retiro fraccionario. En el primer caso el beneficiario percibe una renta mensual, determinada exclusivamente en función del saldo de su cuenta individual al comienzo de cada año. En una renta vitalicia, el beneficiario opta por una renta que adquiere a una compañía de seguro de retiro con el capital acumulado a la fecha de la jubilación o pensión. En la modalidad de retiro fraccionario, accesible sólo a aquellas personas cuyo haber inicial de prestación calculado bajo la modalidad de retiro programado sea inferior al 50% de la máxima PBU (prestación básica universal), los fondos a retirar mensualmente equivalen al 50% de la máxima PBU, hasta el agotamiento de la cuenta individual.

La incorporación al régimen de capitalización o de reparto fue optativa desde el comienzo de la operación del régimen. Definida su incorporación al régimen de capitalización, toda persona puede elegir libremente la AFJP a la que dirige sus aportes. Puede cambiar de Administradora hasta dos veces al año, sin que puedan cobrarse cargos por el traspaso. Las AFJP no pueden rechazar la incorporación de un afiliado, ni realizar discriminación alguna entre los afiliados.

A efectos de estabilizar los rendimientos, evitando fuertes oscilaciones, la ley prevé un límite superior y otro inferior a los mismos. Dichos límites se determinan como porcentaje del promedio de rentabilidad del sistema. Los excesos respecto del límite superior pasan a integrar un Fondo de Fluctuación del Fondo de Jubilaciones, que se utiliza cuando la rentabilidad del Fondo cae por debajo del límite inferior. En caso de que el Fondo de Fluctuación acumule excedentes consecutivos, el excedente se acredita en las cuentas individuales. En el caso opuesto, en que el Fondo de Fluc-

tuación sea insuficiente para cubrir las deficiencias de rentabilidad (respecto de la mínima), se afectará el encaje de la AFJP. Se disuelve de pleno derecho la AFJP que no hubiere cubierto la rentabilidad mínima del sistema, o recompuesto el encaje dentro de los 15 días siguientes a su afectación. El Estado concurre como acreedor en la liquidación, por los pagos que haya realizado en cumplimiento de la garantía de rentabilidad mínima.

En materia de regulaciones sobre la inversión de los fondos, no se han establecido obligaciones de inversión mínima por tipo de instrumento (los mínimos se encuentran expresamente prohibidos por la ley 24.241 en su artículo 74). La legislación establece en cambio límites máximos, que pueden ser disminuidos por la autoridad de control (Superintendencia, conjuntamente con el Banco Central y la Comisión Nacional de Valores). Los límites más altos se corresponden en general con los activos que aparecen como de menor riesgo, aun cuando no se trata del único criterio utilizado para su fijación. El establecimiento de máximos pretende incentivar la diversificación de las carteras y la minimización del riesgo, evitando presiones sobre los mercados de activos financieros dada la magnitud de los fondos que se canalizan hacia ellos.

Durante la negociación en el Congreso para sancionar la ley, se redujo el límite máximo admisible de títulos públicos en cartera de las AFJP: se admite hasta 50% de bonos de deuda pública nacional (80% en el proyecto aprobado por la Comisión Parlamentaria), y hasta otro 30% de bonos de deuda pública provincial o municipal.

El establecimiento de límites a la inversión financiera externa no favorece la estabilidad de los rendimientos, y constituye una protección que se brinda al sistema financiero local y los demandantes locales de fondos (públicos y privados), en desmedro de los rendimientos y estabilidad para los aportantes. Sin embargo estas limitaciones habituales en el comienzo de los procesos de reforma constituyen otra forma de forzar la adquisición de títulos públicos. Desde el comienzo del régimen argentino se admite la inversión en títulos de deuda de otros gobiernos, o de acciones de empresas extranjeras (que coticen en las Bolsas del exterior que la Comisión Nacional de Valores determine) hasta el 10% del activo total del fondo.

2. Errores de diseño: la reforma de 1995

El 8 de marzo de 1995 el Congreso sancionó la ley 24.463, remitida a fines de 1994 por el Poder Ejecutivo, denominada ley de Solidaridad Previsional, que introduce reformas tanto en la legislación previsional como en el procedimiento judicial en materia de seguridad social.⁵

El objetivo de la nueva normativa fue el de limitar el crecimiento del gasto previsional que caracterizó el período 1991-1994, en especial por los continuos fallos de la Cámara Nacional de Apelaciones de la Seguridad Social que obligaban a abonar en forma perentoria deudas previsionales (surgidas del recálculo que realizaba la justicia entre los haberes percibidos y los devengados según las leyes del sistema de reparto). Las principales disposiciones de la ley fueron las siguientes.

- i. Se establece que el Estado nacional garantiza el otorgamiento y pago de las prestaciones, hasta el monto de los créditos presupuestarios expresamente comprometidos para su financiamiento por la ley de presupuesto de cada año. El financiamiento del sistema de reparto queda establecido a partir de los “recursos adicionales que anualmente fije el Congreso de la Nación mediante Ley de Presupuesto”, con lo que se reemplaza el párrafo de la ley 24.241 que establecía que el financiamiento se realizaba con “recursos de rentas generales”. El objetivo de estos cambios es limitar la garantía estatal –en particular en materia de pago de deudas– a los recursos de cada presupuesto anual.
- ii. Se establece que las prestaciones “tendrán la movilidad que anualmente determine la ley de presupuesto”, y “en ningún caso esta movilidad podrá consistir en una determinada proporción entre el haber de retiro y las remuneraciones de los activos”. Se derogan todas las disposiciones que establecen otras formas de movilidad. De tal forma la movilidad queda atada a las disponibilidades presupuestarias de cada año, y se elimina el criterio que surgía de la ley 24.241 de variar las prestaciones de acuerdo con la evolución de la recaudación promedio del régimen de capitalización (medida por el AMPO). También quedan derogados todos los derechos de movilidad que pudieran surgir de leyes anteriores.
- iii. Se establece un tope para los haberes de reparto de \$ 3100 por

mes, y una escala de deducciones para los haberes de regímenes especiales, en los casos en que el beneficio se hubiera comenzado a recibir antes de la sanción de la ley 24.241 (para todo haber obtenido a posteriori, rige el tope de \$ 3100): deducción de 6% para el excedente de \$ 3100 hasta \$ 4000 deducción del 12% (más \$ 54) sobre el excedente de \$ 4000 hasta \$ 6000 y deducción del 30% sobre el excedente de \$ 6000 mensuales (más \$ 294). De tal modo la nueva ley introduce ahorros en materia de gasto sobre las jubilaciones más elevadas, obtenidas a partir de regímenes de privilegio. Desde este punto de vista se procuró incluir un criterio de equidad en la norma (por ello el apodo de ley de *solidaridad previsional*). Al mes de octubre de 1997 existe un proyecto que reduce nuevamente el tope para los haberes de reparto hasta los \$ 2500 por mes.

- iv. Las sentencias contra la ANSES (Administración de la Seguridad Social) deben ser cumplidas dentro de los 90 días de notificadas, hasta el agotamiento de los recursos del presupuesto destinados a ello para el año fiscal en que venza el plazo. Agotados los recursos se suspende el cumplimiento de las sentencias, reanudándose el cómputo de plazos a partir del año fiscal en que se aprueben nuevos recursos presupuestarios para atender sentencias judiciales.
- v. La ley es de orden público y federal. Toda ley de orden público puede tener efecto retroactivo, pero no puede vulnerar principios constitucionales. Ello implica que por sobre una ley de orden público sólo está la Constitución, y en consecuencia sólo la Corte Suprema de Justicia puede determinar si el alcance de la ley y la inobservancia que prescribe de derechos adquiridos, es violatoria de los principios constitucionales. Resulta notorio que la ley procura poner bajo control la evolución del gasto previsional, de modo tal de tornarlo una variable presupuestaria bien determinada en cada año, algo que no resultaba factible en virtud de las sentencias que obligaban al cumplimiento de las disposiciones del viejo régimen de reparto.

Es probable que, al momento de la puesta en marcha del nuevo sistema, las autoridades hayan minimizado los problemas que se derivaban de la transición de un régimen a otro, y en particular hayan especulado con una actitud benigna de la justicia limitando los reclamos basados en el viejo sistema. Como hipótesis alternativa,

es probable que aun cuando se hubieran evaluado los problemas judiciales que surgirían en 1994, se haya estimado improbable que el Congreso aprobara como primer paso una ley limitativa de los derechos adquiridos (como lo es la ley de solidaridad previsional). En tal caso la estrategia hubiera sido la de otorgar prioridad al lanzamiento, como primera movida, del pilar privado de capitalización (es decir la ley 24.241), postergando la discusión sobre el financiamiento de la transición y el funcionamiento del pilar público para una mejor ocasión (como se dio en oportunidad de la crisis financiera de comienzos de 1995).

La ley incluye una promesa de cumplimiento incierto, al establecer que futuras leyes de presupuesto destinarán “preferentemente” los mayores recursos que eventualmente asignen a la previsión, a mejorar las prestaciones de los beneficiarios que –careciendo de otras prestaciones– reciban haberes inferiores a los \$ 450 mensuales. A partir de tal promesa (que a fines de 1997 tiene un inicio de cumplimiento con un subsidio a pensionados que tengan haberes inferiores a los \$ 200 mensuales) y de nuevos límites superiores más bajos (\$ 2500 en lugar de \$ 3100), así como de la eventual redistribución de la PBU (reduciéndola para los haberes totales más elevados, aumentándola para las pensiones menores), la prestación mínima tendería a elevarse más rápidamente que la movilidad de los haberes en general, y por lo tanto el primer pilar del sistema previsional tendería (en el largo plazo) a un régimen con prestación uniforme, de reparto puro.

3. Reforma de pensiones, déficit fiscal, deuda pública

El reemplazo de un sistema de reparto deficitario puede plantearse como una tarea casi imposible desde el punto de vista fiscal, si se considera la “compra” del sistema viejo en un momento dado del tiempo con los recursos tributarios disponibles en ese momento. Normalmente un sistema de reparto carece de reservas como para hacer frente a todos los compromisos futuros, y ésa es la base del principio de solidaridad intergeneracional. Por lo tanto la alternativa de “cerrar” el sistema y pagar con las reservas disponibles o con impuestos en un plazo breve, sencillamente no es viable. El cuadro 1 adjunto ilustra la dificultad en el caso de algunas economías emergentes.

La deuda de los sistemas previsionales –aun cuando implícita– asumía ya a mediados de los años ‘90 una magnitud de mayor envergadura que la deuda del gobierno en bonos públicos. En la medida que los sistemas de pensiones de reparto se financian básicamente con impuestos sobre la nómina salarial, también cabe hacer notar (segunda columna del cuadro 1) la elevada magnitud de la deuda en relación con dicha nómina.

CUADRO 1
DEUDA IMPLÍCITA EN PENSIONES (DIP)
EN ALGUNOS PAÍSES EMERGENTES
(En porcentaje)

País	DIP/PBI	DIP/Nómina Salarial	Indicadores de Deuda	
			Deuda/PNB	VPDIP/X
Uruguay	214	959	59	287
Brasil	187	591	28	300
China	63	414	19	76
Camerún	44	410	65	253
Croacia	350	739	–	–
Hungría	213	745	67	186

Nota: DIP (deuda implícita en pensiones), PNB (producto nacional bruto), VPDIP (valor presente de la DIP), X (exportaciones). Todos los cálculos se realizan con una tasa de descuento de 4% anual.

Fuente: Kane y Palacios (1996).

Según diversas estimaciones⁶ el valor presente de la deuda del sistema previsional “residual” en la Argentina, esto es, el que surge de cancelar el sistema de reparto y computar la deuda con la población jubilada, y por los aportes que fueron realizados, oscilaba al momento de la reforma en torno del 55% del PBI. Dado que la masa salarial formal (la base del impuesto sobre la nómina) es en la Argentina del orden del 15% del PBI (el resto está fuera del SIJyP, o es trabajo informal o ingresos subdeclarados), el peso de dicha deuda sobre la base imponible salarial era de 370%. En otros términos, si se cerraba el viejo sistema y la deuda se pagaba sobre la ba-

se de la imposición al trabajo, se requería el flujo salarial de casi cuatro años con una tasa impositiva del 100% para acumular los fondos necesarios para hacer frente a la deuda.

En la Argentina al momento de la reforma se partía de equilibrio fiscal global (luego de intereses de la deuda), y por lo tanto se carecía del margen que otorga contar con un superávit significativo como el que había acumulado Chile. Existían asimismo dos problemas diferenciados: una deuda stock (pasivos reconocidos en sede judicial –pero no documentados como deuda– acumulados por el sistema previsional al abonar prestaciones inferiores a las establecidas por ley), y un déficit en el flujo (por la pérdida de aportes previsionales, que irían a las cuentas de capitalización).

El tratamiento del stock consistió en la entrega de bonos a 10 años (con 6 de gracia). Una pequeña proporción de deuda se rescató en efectivo, empezando por los pasivos de mayor edad. Parte de dichos bonos fueron rescatados entre 1993 y 1995 con recursos de privatizaciones y con nuevo endeudamiento público. Dichos bonos tuvieron asimismo un mercado secundario, ya que podían ser utilizados en las privatizaciones encaradas por el gobierno nacional y en moratorias (impositivas y previsionales). Su valor de paridad, inicialmente en torno del 40%, se elevó a más de 60% al ampliarse en 1992 el mercado secundario, y se caracterizaron por una alta volatilidad (que compartieron en el período 1992-1997 otros bonos públicos argentinos).

En lo que hace al flujo, se estimó que el componente público (que debe financiar la PBU y la PC esencialmente), incurre en déficit de poco más de un punto del PBI anual, por lo que se incrementó la afectación de impuestos a partir de 1993. En el caso argentino el margen para financiar el déficit de la transición venía dado asimismo –según se estimaba– por la posibilidad de reducir la evasión previsional y tributaria. Sin embargo, a juzgar por los magros resultados obtenidos entre 1994 y 1997 en esta materia, es probable que el gobierno sobrestimara su capacidad para lograr una rápida reducción de la evasión. El desequilibrio fiscal remanente del flujo se financiaría a través de la colocación de bonos de deuda pública nacional, en magnitud decreciente a lo largo del tiempo.

En el caso de un país que debe encarar la sustitución de su sistema de reparto sin superávit fiscal ex ante, quizás el problema central que se enfrenta es el de la *credibilidad* de que se lograrán los recursos necesarios para sostener las reformas. Si el gobierno falla en

tal objetivo de lograr los mayores recursos tributarios, puede verse tentado a restringir la cartera de inversiones admisibles de las AFJP, exigiendo una mayor proporción de integración de títulos de deuda pública, que eventualmente pueden abonar un interés por debajo del de mercado. Ello sienta sin embargo las bases de una expropiación de los fondos depositados, y puede facilitar el retorno de sistemas de reparto.

En la experiencia argentina reciente, se observa que luego de tres años de persistentes superávits fiscales primarios (antes del pago de intereses de la deuda) por parte del gobierno nacional, en el segundo semestre de 1994 y coincidiendo con la entrada en régimen del sistema previsional, se comenzó a registrar un importante déficit público. Algo más de la mitad de tal deterioro se explica por la pérdida de aportes previsionales personales de quienes abandonaban el reparto, e ingresaban a una AFJP. Si bien ese traspaso implicaba una *mejora fiscal en términos intertemporales* (ya que por cada peso de ingreso de aportes se devengaba una deuda descontada mayor por el viejo sistema), también implicaba una pérdida fiscal en la caja, es decir en el *corto plazo*. Otros factores que incrementaron el déficit público desde la segunda mitad de 1994 fueron la reducción de contribuciones patronales sobre los salarios (ver acápite siguiente), la absorción de sistemas provinciales de pensiones, y la contracción cíclica de la actividad en 1995.

El deterioro fiscal de corto plazo jugó un rol de importancia en las negativas expectativas que sobrevinieron desde diciembre de 1994, a partir de la crisis que se inició en México. El cambio de expectativas en el primer trimestre de 1995 requirió de un importante conjunto de medidas fiscales (y en lo financiero), que devolvieran la credibilidad en la estabilidad del sistema monetario. La experiencia de la Argentina en 1995 pone de relieve la importancia de contar con excedentes fiscales que permitan compensar en buena medida el deterioro de caja de corto plazo, a efectos de evitar el aumento de la *volatilidad* económica en economías expuestas a frecuentes shocks externos.

Un aspecto que podía haber conspirado para generar expectativas negativas respecto del nuevo sistema, es el vinculado con el transitorio aumento de las tasas de interés que sobreviene a la reforma. En efecto, la mayor astringencia fiscal que se requiere durante el período de transición, puede generar un impacto al alza sobre las tasas de interés. El aumento transitorio en las tasas de interés, afec-

ta por un lado positivamente la percepción pública de los resultados de la reforma: los rendimientos altos al comienzo colaboran en apoyo de la popularidad del nuevo esquema. Sin embargo, las mayores tasas (en tanto no sean compensadas por una reducción *pari passu* del riesgo país, y por actitudes compensadoras en la demanda de ahorro privado) desplazan proyectos de inversión y pueden afectar negativamente el crecimiento en el corto plazo.

Sin embargo, el efecto depresivo sobre las tasas de interés de largo plazo es inequívocamente a la baja, dado que el cambio de régimen desde uno de reparto a uno de capitalización implica un aumento de la solvencia fiscal intertemporal. Por tal razón, cabría esperar que el impacto neto del cambio de régimen pudiera traducirse en aumento o estabilidad de corto plazo de las tasas de interés, pero reducciones en las tasas de largo plazo. De hecho, en la experiencia internacional, en economías con pronunciados desequilibrios macroeconómicos y previsionales, el crédito de largo plazo puede haber sido inexistente antes de las reformas, por lo que el impacto de la reforma consiste precisamente en *la aparición* de dicho crédito. Este también parece haber sido el caso en la Argentina, tal como más adelante se verá, aun cuando como también se ha destacado para el caso de Chile, en un proceso amplio de reformas resulta particularmente difícil asignar un resultado (en este caso, el alargamiento de los plazos de crédito) a una sola de las reformas (en este caso, la previsional).

4. La financiación vía contribuciones salariales

La creciente evasión registrada en los años '80 derivó en una declinación de la participación de los impuestos y contribuciones a la nómina salarial, en la financiación del sistema. Hacia 1980, el 85% de los recursos previsionales provenían de los aportes y contribuciones sobre la nómina salarial. Dicho porcentaje cayó al 74,3% en 1985 y al 65,8% en 1990. Aun cuando en 1991 se elevó transitoriamente esa participación, cayó al 63% en 1993. Poco antes de entrar en funcionamiento el nuevo régimen previsional, el Gobierno nacional superpuso a la reforma en pensiones una reducción de las contribuciones patronales sobre la nómina salarial.

Dicha reducción a partir de marzo de 1994 fue diferenciada por regiones geográficas y por sectores de actividad económica. Luego

de revertir parcialmente la medida durante el año 1995, desde enero de 1996 rige una reducción uniforme para todos los sectores de actividad económica (excepto el sector público), diferenciada por regiones geográficas. La menor contribución para jubilaciones promedio se presenta en la provincia de Formosa, con una media de 3,7%, y un mínimo absoluto de 3,2% (en regiones determinadas de

CUADRO 2
TASAS DE DESCUENTO DE CONTRIBUCIONES PATRONALES
(En porcentaje)

Provincia	Ciudad Capital	Resto	Reducción Promedio	Aporte Jubilatorio Promedio
Capital Federal y conurbano	30	-	30	11,2
Buenos Aires	35	35/40/45	39	9,8
Catamarca	60	65	64	5,8
Córdoba	40	45/55/60	43	9,1
Corrientes	70	60/70	69	5,0
Chaco	70	60/80	74	4,2
Chubut	60	65	64	5,8
Entre Ríos	45	50/60	49	8,2
Formosa	75	80	77	3,7
Jujuy	70	75	73	4,3
La Pampa	40	45/55	48	8,3
La Rioja	60	65	62	6,1
Mendoza	50	55	52	7,7
Misiones	70	75	76	3,8
Neuquén	50	50/55	54	7,4
Río Negro	50	50/55/65	53	7,5
Salta	70	75	72	4,5
San Juan	55	60	57	6,9
San Luis	50	55	52	7,7
Santa Cruz	65	65/70	67	5,3
Santa Fe	45	45/60	45	8,8
Santiago del Estero	75	60/80	76	3,8
Tucumán	60	65	62	6,1
Tierra del Fuego	65	65/70	65	5,6

Fuente: Ministerio de Economía.

Formosa, Santiago del Estero y Chaco), y un máximo de 11,2% en el área metropolitana de Buenos Aires.⁷ Aun cuando la diferenciación de contribuciones patronales no está relacionada con el régimen de pensiones (rige para el personal en relación de dependencia, independientemente de su afiliación al reparto o al sistema de capitalización), la reducción del promedio de contribuciones en torno de 40% significó una pérdida fiscal que –sumada al traspaso de aportes personales de los activos que dejaron el reparto para pasarse al sistema de capitalización– puede estimarse en torno de 1,5% del PBI para 1997.

5. La evolución del nuevo sistema

Las tendencias del sistema han sido objeto de análisis en diversos estudios,⁸ y una breve síntesis de la situación a fines de 1997 (excluyendo los aspectos de movilidad de afiliados y evolución de las comisiones, tratados en detalle en la Parte II del presente trabajo) incluye los siguientes aspectos.

- *Evolución de los afiliados.* El nuevo sistema experimentó un rápido crecimiento en términos de la proporción de la población que se afilió al régimen de capitalización. El número de afiliados iniciales a AFJP fue de 1,76 millones de personas, es decir, poco más del 28% de los cotizantes totales. El número de afiliados a AFJP creció a 3,8 millones a mediados de 1995, 5,3 millones hacia mediados de 1996 y 5,8 millones (70,8% de los afiliados totales al SIJyP) a mediados de 1997. El total de afiliados al SIJyP se expandió en los dos años posteriores al período inicial de reforma en unos dos millones de personas (28%) no sólo por razones vegetativas y/o de blanqueo de relaciones laborales, y por el traspaso de afiliados desde el reparto a la capitalización, sino también por la ampliación de la base de cobertura: básicamente en este caso, por la incorporación de los regímenes provinciales al sistema integrado de jubilaciones y pensiones.

En términos de las variables que resultan relevantes para las proyecciones de la evolución financiera del sistema previsional, resulta destacable que los afiliados totales al SIJyP crecieron a una tasa declinante: 18% entre el cuarto trimestre de 1994 y el mismo pe-

CUADRO 3
AFILIADOS AL REGIMEN DE CAPITALIZACIÓN Y REPARTO

Fecha	Afiliados al régimen			Afiliados al régimen		
	Reparto	Capitaliz. (En miles)	Total SIJP	Reparto	Capitaliz. (En %)	Total SIJP
IV94	2.664	3.241	6.342	42,0	51,1	93,1
I95	2.904	3.511	6.691	43,4	52,5	95,9
II95	2.860	3.755	6.909	41,1	54,3	95,7
III95	2.802	4.182	7.185	39,0	58,2	97,2
IV95	2.732	4.615	7.493	36,5	61,6	98,0
I96	2.679	4.929	7.799	34,4	63,2	97,6
II96	2.625	5.136	7.992	32,8	64,3	97,1
III96	2.590	5.459	8.245	31,4	66,2	97,6
IV96	2.561	5.504	8.234	31,1	66,8	97,9
I97	2.500	5.574	8.208	30,5	67,9	98,4
II97	2.416	5.739	8.314	29,1	69,0	98,1

Fuente: MEyOSP-AFJP.

ríodo de 1995, 9,9% en el mismo lapso hasta fines de 1996, y la tasa se ha reducido a poco más del 4% anual para el período que va hasta mediados de 1997. Teniendo en cuenta que el empleo total declinó en el año 1995, se expandió poco más del 1% en 1996 y alrededor del 4% anual en 1997, ello indica que el “blanqueo” de aportantes tuvo un significativo impacto en 1995-1996, pero que su efecto en 1997 no es apreciable, en términos de cápitas declaradas.

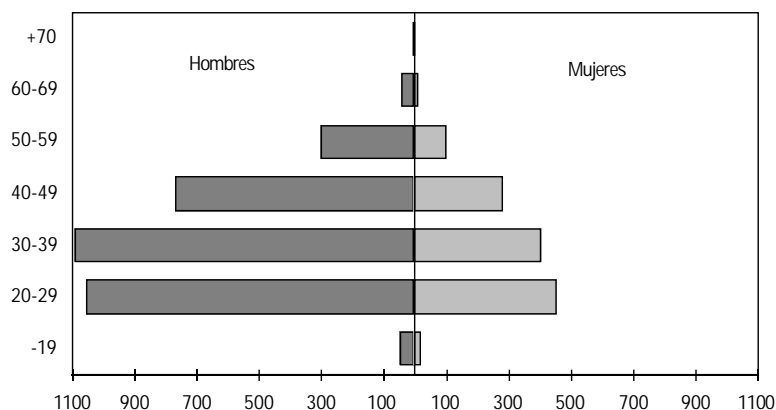
- *Aportantes regulares.* Desde un nivel del orden del 75% de cumplimiento a comienzos del sistema, en el tercer trimestre de 1994, la relación aportantes regulares a aportantes totales (tasa de cotizantes efectivos, o TC) declinó en forma marcada hasta mediados de 1996, para recuperarse luego marginalmente. La relación tocó un mínimo en el tercer trimestre de 1996 con 55,2% de cotizantes a afiliados, para ubicarse en 57,7% en el segundo trimestre de 1997. Se observa que la relación TC era mayor para el reparto que para los afiliados a la capitalización a comienzos del sistema (años 1994-1995), pero gradualmente

tiende a converger a valores similares. De hecho en el sistema de capitalización la tasa de expansión de los aportantes regulares viene superando la tasa de expansión de los afiliados.

- *Autónomos.* La mayoría de los aportantes regulares al sistema de capitalización son trabajadores en relación de dependencia (87%), observándose una declinación en el número de autónomos aportantes tanto al régimen de reparto como al de capitalización desde 1,4 millones de personas a fines de 1994 hasta algo menos de 870 mil a fines del segundo trimestre de 1997
- *Características demográficas.* El 73,4% de los varones y el 68,2% de las mujeres aportantes al SIJyP se encuentran, respectivamente, afiliadas al sistema de capitalización. En parte ello se explica por los incentivos diferenciales, que justifican –todo lo demás constante– una menor probabilidad de afiliación de las mujeres.

Si bien todos los grupos etáreos (en tramos decenales) registran crecimiento de afiliación en los últimos dos años en el régimen de capitalización, las tasas de crecimiento son mayores con la edad. Ello probablemente se deba a la incorporación de cajas previsionales provinciales, al blanqueo de población que aspira a cumplir con los requisitos de años de aporte, etc. En cualquier caso, implica que

PIRÁMIDE DE POBLACIÓN AFILIADA AL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN
(En miles)



Fuente: Superintendencia de AFJP.

en este período, la edad media de los que se incorporan al régimen de capitalización es mayor que la que cabe esperar como edad media de incorporación al sistema previsional en una situación de estado estacionario.⁹

- *Acumulación de fondos.* El flujo anual de ingresos al sistema de capitalización creció desde unos 2200 millones de pesos anuales, hacia fines del tercer trimestre de 1994, a 2800 millones de pesos anuales en el mismo período de 1996, y a 3300 millones anuales a mediados de 1997. Ello implica un flujo para fines de 1997 de aproximadamente 1,2% del PBI.

CUADRO 4
INGRESOS POR APORTES A LAS AFJP
(En millones de pesos)

Período acumulado	Aportes
Octubre-95	2175,8
Enero-96	2315,7
Abril-96	2449,8
Julio-96	2634,3
Octubre-96	2812,0
Enero-97	3004,4
Abril-97	3195,3
Junio-97	3314,1

Fuente: MEyOSP-AFJP.

- *Portafolio.* La distribución de la cartera de inversiones de las AFJP al 30 de septiembre de 1997, que sumaba unos 8392,7 millones de pesos, muestra un predominio de los títulos públicos del Gobierno nacional (43,9%), seguido por acciones y fondos de inversión con 28,3%. Los títulos de gobiernos y empresas extranjeras abarcan sólo 0,4% de la cartera total de inversiones, y su tenencia se encuentra concentrada en las 5 mayores Administradoras. En el último año declinó la proporción de títulos públicos nacionales, y creció la cartera de acciones y fondos comunes, así como de plazos fijos. Dados los topes de inversión

establecidos en la reglamentación, sólo en el caso de títulos públicos nacionales la proporción utilizada (87,8% del margen admitido) establece un límite a la expansión ulterior.

- *Rentabilidad.* Los rendimientos de los fondos durante el primer año de gestión alcanzaron al 13,05% nominal, equivalentes al 9,6% real anual. Al tercer trimestre de 1996 la rentabilidad media anual alcanzaba el 20,4% nominal, y al cabo del tercer trimestre de 1997, de 25,6% anual. La rentabilidad acumulada histórica del sistema llegó a fines del tercer trimestre de 1997 a 19,4% anual.
- *Estructura de la oferta.* El número de AFJP se redujo desde un to-

CUADRO 5
INDICADORES DE CONCENTRACIÓN

H	Afiliados	Aportantes	Valor del fondo	Valor del fondo por AF	
31/12/94	0,09	0,09	0,09	0,05	n=25
31/12/95	0,09	0,09	0,10	0,05	n=24
31/12/96	0,10	0,10	0,10	0,07	n=21
30/06/97	0,11	0,12	0,12	0,07	n=20
E	Afiliados	Aportantes	Valor del fondo	Valor del fondo por AF	
31/12/94	3,88	3,87	3,86	4,51	n=25
31/12/95	3,82	3,77	3,77	4,40	n=24
31/12/96	3,67	3,62	3,63	4,16	n=21
30/06/97	3,48	3,43	3,47	4,07	n=20
31/12/94	0,83	0,83	0,83	0,97	n=25
31/12/95	0,83	0,82	0,82	0,96	n=24
31/12/96	0,84	0,82	0,83	0,95	n=21
30/06/97	0,81	0,79	0,80	0,94	n=20
R	Afiliados	Aportantes	Valor del fondo	Valor del fondo por AF	
31/12/94	59,94	59,71	60,09	34,13	n=25
31/12/95	60,74	62,01	63,01	38,06	n=24
31/12/96	62,53	65,97	66,40	42,69	n=21
30/06/97	69,88	72,30	72,40	45,03	n=20

tal de 26 en el inicio del sistema a 20 a mediados de 1997. La mayor administradora de fondos concentra 16,5% de los afiliados, porcentaje que crece a 47,2% para las tres mayores administradoras, y a 69,9% para las 5 mayores. Si la concentración se mide por la razón de concentración (R) de las 5 mayores Administradoras en términos de la variable afiliados, la concentración se elevó desde el 59,94% a fines de 1994 al 62,5% a fines de 1996 y al citado 69,9% a mediados de 1997. En términos de los aportantes los índices de concentración son algo más elevados: pasaron de 59,7% a fines de 1994, a 62% a fines de 1995, a 66% a fines de 1996 y a 72,3% a mediados de 1997. Estos últimos porcentajes prácticamente se repiten si la concentración se mide según el valor del fondo de pensiones.

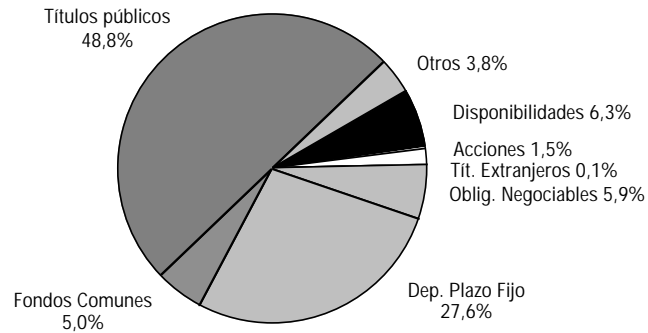
Otros indicadores de concentración son el índice de Herfindhal (H) y la entropía negativa (E). El índice H se obtiene como la suma al cuadrado de las participaciones (de las empresas) relativas al atributo en cuestión. En el cuadro adjunto se detallan en la primera parte los valores de H, luego los valores de E sin normalizar y normalizados, y finalmente los de R (razón de concentración de las 5 firmas mayores). El índice H es no negativo, y varía entre un mínimo de $1/n$ (mínimo nivel de concentración, cuando todas las firmas son iguales respecto del atributo en cuestión) y un máximo de 1 (una firma concentra todo el atributo, lo que implica máxima concentración).

Los niveles de H fueron ligeramente crecientes, desde 0,09 a fines de 1994, a 0,10 a fines de 1996 y 0,11 a mediados de 1997. Obsérvese que el rango de H a mediados de 1997 es $0,05 < H < 1$. El índice H medido sobre los aportantes y sobre el valor del fondo es similar: pasó de 0,09 a fines de 1994 a 0,12 a mediados de 1997.

En lo que hace al índice E de entropía normalizado (es decir, con variación $0 < E < 1$), se trata de una medida de dispersión del atributo. Así cuando E se aproxima a 1, ello indica un elevado grado de dispersión, que se reduce cuanto más se acerca E al origen. Los valores de E también indican una suave tendencia a la concentración, en 1997, pues hasta entonces no mostraban cambios apreciables entre 1994 y 1996. Aun así la tendencia es débil: se pasó de 0,83 en 1994-1996 a 0,81 en 1997, según afiliados. En aportantes se pasó de 0,82 a 0,79; mientras que en términos del valor del fondo se pasó de 0,83 a 0,80.

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LA CARTERA DE INVERSIONES
DE LOS FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES

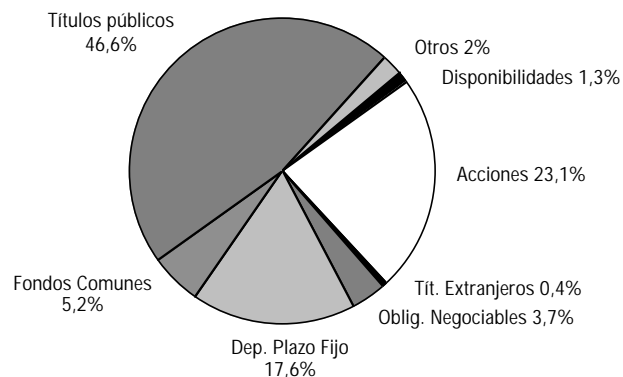
Diciembre de 1994



Fuente: Superintendencia de AFJP

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LA CARTERA DE INVERSIONES
DE LOS FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES

Septiembre de 1997



Fuente: Superintendencia de AFJP

Notas

totaliza 13.973 millones de pesos, que representa el 4,3% del PBI estimado para 1997.

2. Las Cajas Provinciales y Municipales, que abarcan a los empleados públicos de tales jurisdicciones, fueron invitadas a incorporarse al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Hasta fines de 1997 se habían registrado once traspasos de Cajas, correspondientes a las siguientes jurisdicciones: Ciudad de Buenos Aires, Catamarca, Santiago del Estero, Mendoza, La Rioja, Salta, San Juan, Río Negro, Jujuy, San Luis y Tucumán. La incorporación de tales Cajas al SIJyP supone la adaptación de los activos en esas jurisdicciones a las nuevas normas previsionales nacionales.

3. Este tope rige para todos los aportes a la seguridad social desde 1994, y no sólo para los aportes para jubilación.

4. El artículo 14 bis de la Constitución vigente al momento de la reforma, y conservado en la Constitución de 1994, establece: "...El Estado otorgará los beneficios de la seguridad social, que tendrá carácter de integral e irrenunciable. En especial la ley establecerá: el seguro social obligatorio, que estará a cargo de entidades nacionales o provinciales con autonomía financiera y económica, administradas por los interesados con participación del Estado, sin que pueda existir superposición de aportes; jubilaciones y pensiones móviles; ...".

5. Poco tiempo antes el Congreso había aprobado la ley 24347 que establece una prestación jubilatoria por edad avanzada. Se accede al beneficio con 70 años de edad y 10 de aportes, de los cuales 5 al menos deben ser servicios prestados dentro de los 8 años previos al cese de la actividad.

6. Entre las publicadas, R. Arriazu, en "Anales de la 1a. Convención de la CAFJP", 1996.

7. La reducción diferenciada de tasas, si bien por un lado mejora la eficiencia asignativa (reduce la cuña salarial entre el salario y su producto marginal), introduce costos de eficiencia por la distorsión de señales en materia de localización (puede inducir a localizar la basándose exclusivamente en la distorsión de precios de los factores). En la experiencia internacional, se observa que en el caso de Italia la diferenciación de impuestos no afectó tanto la tasa de desempleo como acercó las tasas de salarios entre el sur y el norte del país, lo que resulta consistente con las predicciones de la teoría (las contribuciones patronales se trasladan a largo plazo al salario neto).

8. Entre ellos, "El SIJyP a dos años de la Reforma", W. Schultess y G. Demarco, Estudio N° 5, SAFJyP, 1996.

9. La edad media en tal caso del ingresante al sistema previsional estaría acotada mayormente por la edad de retiro menos los años de aporte mínimos requeridos para obtener una pensión. Por ejemplo, para el caso de los varones, la edad de ingreso promedio sería inferior a 35 años (que es la edad máxima, por las restricciones antes citadas).

1. Hacia el tercer trimestre de 1997 la deuda previsional consolidada

CAPÍTULO 5

Los efectos de la reforma

1. Evaluaciones del impacto sobre el ahorro

Diversos estudios han procurado evaluar el impacto de la reforma del régimen previsional sobre la formación del ahorro doméstico. Entre ellos cabe citar dos proyecciones realizadas antes de la reforma, y otras dos en el año 1996. El primero de los trabajos, que enfatiza el aspecto financiero de la reforma, fue realizado en la Secretaría de Seguridad Social (SSS) del Ministerio de Trabajo en 1993.¹

Hay un conjunto de supuestos claves en las proyecciones de la SSS. Primero, con respecto a la tasa de interés esperada a la que capitalizarían los aportes destinados a las AFJP (4% en términos reales, con salarios reales constantes), lo que llevaría a que todo trabajador mayor de 47 años (aproximadamente el 60% de los aportantes) elegiría el régimen de capitalización, mientras que los aportantes de mayor edad elegirían aportar sus fondos personales al sistema público. Segundo, como era inevitable al momento, se supuso que la contribución patronal se mantendría en el 16% del salario. Tercero, se supuso una reducción del 10% en la tasa de evasión al comienzo de la reforma, sin reducciones posteriores (tanto en el salario declarado como en el número de contribuyentes al sistema). En cuarto lugar, dado que la intención del trabajo era no sólo estimar el flujo financiero del sistema público sino también la posición acumulada, se supuso que el déficit del sistema durante el período de transición sería financiado por medio de nueva deuda que pagaría una tasa de interés real del 2% anual. Quinto, se consi-

CUADRO 1
PROYECCIONES DE LA SECRETARÍA DE SEGURIDAD SOCIAL (1993)
(En miles de pesos)

Año	Contribuc. a las AFJP	Ingresos del Sist. Público	Déficit del Sist. Público	Posición Sistema	Acumul. Pública
1994	1,163	13,260	13,013	248	249
1995	2,433	11,904	12,806	(901)	(659)
1996	2,630	11,973	12,660	(686)	(1,365)
1997	2,747	12,042	12,621	(579)	(1,978)
1998	2,890	12,195	12,365	(172)	(2,191)
1999	3,001	12,324	12,478	(154)	(2,390)
2000	3,097	12,382	12,623	(241)	(2,682)
2001	3,204	12,402	12,623	(222)	(2,959)
2002	3,327	12,505	12,417	88	(2,930)
2003	3,477	12,573	12,501	72	(2,916)
2004		12,716	12,517	198	(2,775)
2005					(2,760)
2006					(2,504)
2007					(2,227)
2008					(1,744)
2009					(1,299)
2010					(802)
2011					(240)
2012					588

deró un superávit inicial (por ejemplo, en 1993) del sistema previsional de aproximadamente el 1% del PBI.

Con esos supuestos, los resultados obtenidos por la SSS en cuanto al efecto de la reforma previsional sobre la posición financiera del sector público indicaban que la posición deficitaria se extendería desde 1995 hasta 2001, alcanzando un balance positivo a partir de 2002 que permitiría cubrir el déficit acumulado en el año 2011. El déficit anual más alto ocurriría en 1995, y llegaría al 9% del total de los beneficios otorgados por el sistema en ese año. Un cuadro (parcial) con las proyecciones de la SSS es el que se presenta como cuadro 1.²

La segunda proyección referida anteriormente, reproducida abajo, pertenece a la Secretaría de Programación Económica, perte-

CUADRO 2
PROYECCIONES DE LA SECRETARÍA
DE PROGRAMACIÓN ECONÓMICA

Año	Aportantes (miles)	Salario Medio	Beneficiarios del Sistema		Aportes a las AFJP (\$Mill) (1)	Superávit Sistema Púb. (\$Mill) (2)	(1) + (2)	
			Viejo (miles)	Nuevos (miles)			Mill. \$	% GDP
1993	5.090	578	2.985	0	-	2.125	2.125	0,82
1994	5.390	630	2.841	157	4.216	(615)	3.601	1,24
1995	5.790	687	2.703	308	5.092	(185)	4.907	1,52
1996	6.090	749	2.573	454	5.981	97	6.078	1,73
1997	6.290	816	2.449	593	6.866	257	7.123	1,86
1998	6.490	890	2.302	728	7.859	561	8.420	2,03
1999	6.640	965	2.164	731	8.833	1.046	9.880	2,19
2000	6.769	1.033	2.035	927	9.742	1.542	11.283	2,30

ciente al Ministerio de Economía.³ En ella se estimó que la reforma incrementaría el ahorro privado desde un 1,5% en 1995 hasta un 2,3% en 1995 hasta un 2,3% del PBI en 2000, mientras que el sistema público cerraría su déficit en 1996.

Los supuestos en los que se basan estas conclusiones fueron optimistas, especialmente en lo referido al déficit del sistema público. En efecto el año se supone un aumento significativo en el número de aportantes al sistema a una tasa anual variable, con un rango desde 7,5% en 1994 hasta un 2% en 2000. Esto significa un aumento global en el número de aportantes (más allá del crecimiento natural en la población) de alrededor del 20% en 6 años. Por otro lado sólo 70% de los aportantes con menos de 10 años de aportes restantes elegirían permanecer (totalmente) en el régimen administrado por el Estado.

Se asume un incremento del 9% anual en el salario medio declarado, lo que significa –suponiendo un 5% de aumento anual en el salario real– una reducción del 4% anual en la subdeclaración de salarios en un período de 6 años. La proyección implícitamente supone que la tasa de evasión disminuye más del 40%, valor que probablemente supere su nivel al momento de la reforma.

Se asume implícitamente el financiamiento con deuda pública

del déficit (y la recuperación de la deuda con el superávit), ya que suma los aportes a las AFJP y el superávit fiscal como representativos del ahorro privado y público, respectivamente. Todos los aportes personales a las Administradoras constituye ahorro privado, mientras lo cierto es que sólo una fracción del mismo capitaliza (por ejemplo, no contempla el costo del seguro médico y los costos administrativos). Finalmente, no considera el efecto sustitución en el ahorro, lo que provocaría que con la reforma se redujeran otras formas de ahorro privado.

Si bien la proyección no proporciona información suficiente para detectar todos los supuestos que son relevantes, parece que el optimismo sobre la evolución de las contribuciones, tanto al sistema de capitalización como al sistema público fue excesivo, mientras que el aumento en los aportes medios debido a la reducción en la subdeclaración de salarios no parece tener la contrapartida de obligaciones por mayores beneficios, tal como debía ocurrir bajo la nueva legislación (por ejemplo, los beneficios de los viejos beneficiarios debían ajustarse en función del aporte medio personal al sistema, al menos hasta la ley de solidaridad previsional en 1995).⁴ Si bien estos aspectos conducen a proyecciones optimistas sobre la posición financiera del sector público, otros supuestos tales como el alto porcentaje de trabajadores que elegiría el sistema de capitalización plena de sus aportes, conducen a que la proyección del ahorro privado sea también optimista (aunque el primero de ellos tiene un impacto negativo sobre el ahorro público).

La tercera de las proyecciones a comentar fue realizada por la Superintendencia de las AFJP⁵ en 1996. Las principales hipótesis que formula incluyen un fuerte crecimiento de la proporción de aportantes cercano al 4% anual, pero sustancialmente mayor durante los primeros diez años. En los primeros cinco años la población total de aportantes crece en efecto un 42% respecto de la PEA, lo que implica un crecimiento absoluto poco mayor al 50% en el total de aportantes para el año 2000 respecto de su nivel en 1995. Aun cuando esas tasas de expansión se suponen decrecientes en años posteriores, la combinación de hipótesis de decrecimiento de la desocupación al nivel estable del 7% hacia el 2005, un suave crecimiento promedio de la tasa de actividad, y un notorio "blanqueo" de las relaciones laborales, llevan a que en diez años (hacia el 2005) el número de aportantes prácticamente se duplique en las proyecciones de la SAFJyP.

Se estima asimismo que crece la proporción de autónomos respecto de los trabajadores en relación de dependencia, que la proporción de quienes eligen capitalización aumenta desde poco más del 50% de los aportantes en 1995 a más del 80% a partir del 2005, y que los trabajadores se jubilan al cumplir las edades mínimas de la ley 24.241.

Las hipótesis para estimar las variables financieras incluyen salarios reales estables entre 1995 y 1998, y crecientes al 2% anual desde 1999; que la rentabilidad estimada decrece desde el 20% anual en 1995 hasta el 6% anual en el 2000, y hasta el 4% anual constante a partir del 2005, y que el PBI crece al 4% desde 1997 (y tiene un crecimiento cero en el año 1996).

Bajo tal conjunto de hipótesis, los fondos acumulados en el sistema de capitalización acumularían 6% del PBI hacia el año 2000, para crecer al 19% en el 2010 y al 45% en el largo plazo (hacia el 2035, a los 40 años de introducido el régimen). Bajo la hipótesis alternativa que la rentabilidad se mantiene más elevada, al 6% anual, lo demás constante (PBI al 4% anual), los fondos en el sistema llegan a representar en el largo plazo el 75% del producto bruto. No se intenta en el estudio de la SAFJyP realizar un balance del impacto sobre la tasa de ahorro agregada de la economía, señalándose que superada la transición (durante la cual existe desahorro por parte del gobierno) el nivel de ahorro total se elevaría en al menos dos puntos anuales en el mediano plazo.

En una cuarta estimación también realizada por la SAFJyP⁶ el número total de aportantes al año 2010 aumenta un 53% respecto del número observado en el año 1995 (con mayor rapidez durante los primeros años), con el 30% de ellos permaneciendo al final en el régimen de reparto (contra el 38% actual), manteniendo constantes en \$ 3.603 millones anuales las transferencias de recursos públicos de otras fuentes al sistema, suponiendo que la jubilación media bajo el nuevo sistema es un 34% superior a la jubilación media del sistema anterior (representando los jubilados y pensionados del nuevo sistema el 55% del total en el año 2010), considerando una reducción anual en el número de beneficiarios entre 1,1% y 1,5% anual, considerando una tasa de contribución patronal promedio del 12% de la masa salarial, y sin contabilizar crecimiento poblacional ni real alguno, la posición financiera del sistema público se estima será deficitaria hasta el año 2014, alcanzando un déficit máximo del 26% de las erogaciones totales en el año 1996 (igual a 1,34% del PBI).

2. Proyecciones alternativas del impacto sobre el ahorro

En la presente sección se analiza el impacto sobre el ahorro a partir de un conjunto de hipótesis formuladas teniendo en cuenta la evolución observada del sistema entre 1994 y setiembre de 1997, y diversos escenarios para evaluar la sensibilidad de los resultados en términos del impacto sobre el ahorro doméstico del cambio de régimen previsional. Las hipótesis del análisis son las siguientes.

- *Población, PEA, ocupados, aportantes.* Con respecto al número y evolución de los activos aportantes al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, se supuso que hasta el año 2000 estos crecían a una tasa del 2,5% anual y a partir de allí el crecimiento se ubicó en el 1,5% anual. Si bien no se formulan hipótesis explícitas sobre crecimiento demográfico y tasa de desempleo, estas hipótesis sobre aportantes combinadas con las hipótesis de variación demográfica disponibles (crecimiento anual declinante, a una tasa inicial del 1,3% anual), son compatibles con diversos escenarios de actividad, desempleo e informalidad. En general se puede considerar que la hipótesis es conservadora en términos de aportantes: en este escenario, el mero cambio de régimen previsional no implica un fuerte “blanqueo” de los que están completamente fuera del sistema. En otro orden, se supone que el aportante ingresa con una edad promedio de 25 años, no mayor a 30 años en las mujeres ni mayor a 35 años en los varones (pues se requiere el mínimo de años de aportes).
- *Aportantes al reparto y capitalización.* Se supuso que hasta el año 2000 el 10% de las mujeres que ingresan al mercado y el 5% de los hombres elegían permanecer en el sistema de reparto público, en tanto que a partir de esa fecha esos porcentajes se reducen al 5% y 1% respectivamente, y en el margen continúan en tales niveles. Más allá de esta preferencia “en el margen” por el sistema de capitalización, se estimó un traspaso de los ya aportantes desde el sistema de reparto al sistema de capitalización que tiene lugar esencialmente en los años 1996-1997 y que constituye un cambio en el stock.
- *Salario declarado.* Se supuso que permanece constante en términos reales hasta el fin de la presente década y a partir de allí se verifica un crecimiento real de 1,5% anual.
- *Aportes y contribuciones.* Para construir el valor correspondiente

al total de las contribuciones al sistema, se consideró la tasa promedio de contribuciones patronales, dadas las reducciones actualmente vigentes, estimada en 9,6% para el promedio nacional, y se supuso que esta tasa no experimentaba variaciones en todo el período considerado. También se mantienen en 11% los aportes personales.

- *Altas y bajas de población pasiva.* Dada la diversidad de forma de pago a los jubilados, se estimó su evolución según régimen jubilatorio, a saber, antiguo régimen de reparto, nuevo sistema de reparto público y régimen de capitalización. Las bajas de jubilados se estimaron de acuerdo con la probabilidad de muerte (se utilizó la tabla Gamm 71), en tanto las altas se determinan de acuerdo con la cantidad de varones de 65 y mujeres de 60 años que componen la masa de activos (los trabajadores se jubilan al cumplir las edades mínimas de la ley 24.241). Las bajas de los pensionados se determinan de acuerdo con la probabilidad de muerte, y por el hecho de que los menores de edad dejan de percibir pensión a los 18 años, en tanto que las altas están vinculadas con la muerte de activos y pasivos utilizándose la probabilidad promedio de que un activo o pasivo genere un pensionado.
- *Variación de las pasividades.* En lo que se refiere al pago de beneficios, el haber de los actuales beneficiarios se mantiene estable en términos reales hasta el año 1999 y a partir de allí crece 0,25% real por año. Los nuevos jubilados y pensionados de cada período reciben el haber calculado de acuerdo con las normas legales vigentes, y estas prestaciones se ajustan con idéntico mecanismo que la de los actuales beneficiarios.
- *Rentabilidad.* Los Fondos de Pensión crecen por los aportes realizados por los trabajadores que optaron por este régimen (netos de las comisiones y otras detracciones, que se consideran constantes en términos porcentuales), y por la rentabilidad del sistema, la cual se estimó en 6% real anual hasta el año 2005, 5% hasta el año 2020 y 4% real anual a partir de ese momento, en tanto que se reducen por los retiros que realizan los individuos que se retiran para comprar una renta vitalicia en una compañía de seguros de vida. Los fondos que acumulan estas últimas crecen por los nuevos montos incorporados, por la rentabilidad (estimada en 4% real anual), y decrecen por los pagos de pensiones a los beneficiarios.

- *Otras hipótesis.* La proporción entre aportantes autónomos y en relación de dependencia no se altera. El PBI crece a una tasa del 8% en 1997, del 5% en 1998 y 1999, del 4,5% hasta el 2005, del 3,5% hasta el 2020, y de 2,5% de allí en más.

En lo que sigue se presenta una estimación del efecto de la reforma sobre la posición financiera del sector público, y sobre el ahorro doméstico, bajo diferentes formas de financiamiento. La estimación puede comprenderse mejor a partir de la descripción de la construcción de los cuadros 3 y 4 a continuación.

En el cuadro 1, la primera columna da la evolución de los aportantes al SIJyP, de acuerdo con las hipótesis más arriba formuladas. En el año 2010 el número de aportantes es 25% superior al número en 1997, y 38% superior al promedio de aportantes en 1995. Esta situación no puede considerarse optimista, en vista de que diversas razones podrían incidir para elevar la masa de aportantes en la próxima década: incremento en el número de años con aportes, incremento en la edad de retiro, y eventual aumento de la tasa de participación laboral y de la tasa de empleo. Sin embargo en un escenario en el que no se avanza en materia de desregulación de las normas laborales, es probable que los incentivos al blanqueo de las relaciones laborales se mantengan débiles, y de allí que resulte conveniente no formular hipótesis que alteren sustancialmente la tendencia observada en los últimos años a un incremento (no caída) de la informalidad en el mercado de trabajo.

La segunda columna muestra la declinación en el número de pasivos hasta el año 2020 y la posterior reversión de esta tendencia. Esta columna podría ser afectada si se asumiera que la población que ingresa al sistema previsional tiene una edad menor (en cuyo caso la contracción de la población pasiva continúa por algunos años más allá del 2020) o mayor (en cuyo caso el ciclo se revierte con alguna anticipación), o en caso de modificarse en el futuro las edades de retiro (en el caso de las mujeres, en particular) o los años de aporte mínimos requeridos, entre otras variables.

En la columna 3 se presenta la evolución de las remuneraciones medias anuales declaradas. Dada la tendencia coyuntural observada en 1996-1997 a la contracción de los salarios nominales, la hipótesis de constancia de los salarios reales en 1997-1999 equivale a una (muy débil) hipótesis de blanqueo en materia de niveles salariales (no de cápitales). En tanto no se formulen hipótesis que permi-

tan esperar una mejora en la administración tributaria (caída de la prima por evadir) o una mayor desregulación de las relaciones laborales y de la tributación sobre el trabajo (ídem), en el contexto de un ciclo de fuerte expansión económica, no es de esperar un blanqueo de remuneraciones de significación que pueda ser incluido en las proyecciones.

La cuarta columna muestra la positiva evolución del haber promedio del sistema público (viejo y nuevo) hasta el entorno del año 2020, a partir del cual el haber promedio declina fundamentalmente por la desaparición de la PC y porque la mayor parte del gasto de reparto se debe a la PBU de quienes están en capitalización. El desenganche de ingresos y egresos –la evolución no proporcional de salarios y haberes– se basa en la ley de solidaridad previsional. El reemplazo del AMPO por el MOPRE permite sin embargo justificar que los haberes no se mantendrán inalterados en términos nominales, y que experimentarán algún ajuste en el futuro. La hipótesis formulada es un crecimiento que contempla la inflación del período hasta 1999, y de allí en más un ajuste adicional del 0,25% anual (real).

Los ingresos del sistema público (columna 6) son “castigados” en las proyecciones no sólo por mantenerse un importante nivel de informalidad, sino también por las hipótesis que muestran una clara preferencia por la capitalización, pues con ello declinan los ingresos por aportes personales. Adicionalmente se supone –como es de esperar– que la proporción de mujeres que eligen el reparto se mantenga más elevada que la de los hombres, lo que castiga al sistema por el desequilibrio actuarial que estas últimas introducen (mayor esperanza de vida a la edad de retiro, y menor edad de retiro).

CUADRO 3 (SIMULACIÓN DE REFERENCIA)

Años	Activos Aportantes (miles)	Salario Promedio	Haber Medio a cargo del Sistema Público (1)	Aportes a las AFJP (mill. de pesos)	Aportes y Contribuciones al Sistema Público (mill. de pesos)	Monto total de los Beneficios (mill. de pesos)	Déficit Previsional (mill. de pesos) (2)	Valor de los Fondos de Pensiones (mill. de pesos) (3)	Valor de los Fondos de Seguros en Cías (mill. de pesos)	Ahorro Previsional Privado de Vida (mill. de pesos) (4)
1997	4.785	12.519	3.997	3.567	7.535	12.812	(5.277)	7.502	56	3.601
1998	4.905	12.519	4.030	3.766	7.554	12.678	(5.125)	11.433	139	4.014
1999	5.027	12.519	4.108	3.951	7.585	12.826	(5.241)	15.649	369	4.446
2000	5.153	12.707	4.186	4.103	7.844	12.964	(5.120)	20.232	661	4.875
2001	5.230	12.897	4.267	4.260	8.035	13.100	(5.066)	25.169	1.013	5.289
2002	5.309	13.091	4.351	4.420	8.231	13.241	(5.009)	30.468	1.439	5.727
2003	5.388	13.287	4.434	4.585	8.435	13.362	(4.928)	36.165	1.930	6.187
2004	5.469	13.487	4.515	4.755	8.645	13.464	(4.819)	42.281	2.487	6.673
2005	5.551	13.689	4.595	4.929	8.862	13.544	(4.682)	48.842	3.112	7.186
2006	5.635	13.894	4.673	5.109	9.086	13.602	(4.516)	55.880	3.802	7.728
2007	5.719	14.103	4.748	5.293	9.317	13.644	(4.327)	63.421	4.561	8.300
2008	5.805	14.314	4.821	5.483	9.556	13.669	(4.114)	71.495	5.391	8.905
2009	5.892	14.529	4.892	5.678	9.802	13.679	(3.877)	80.135	6.296	9.544
2010	5.980	14.747	4.960	5.879	10.056	13.672	(3.616)	89.373	7.278	10.220
2011	6.070	14.968	5.026	6.090	10.318	13.650	(3.331)	99.245	8.339	10.933
2012	6.161	15.192	5.108	6.307	10.582	13.818	(3.236)	109.117	10.159	11.692
2013	6.254	15.420	5.184	6.530	10.855	13.970	(3.115)	119.596	12.105	12.425
2014	6.347	15.652	5.251	6.760	11.136	14.105	(2.968)	130.713	14.183	13.195
2015	6.443	15.886	5.312	6.996	11.427	14.220	(2.793)	142.503	16.398	14.005
2016	6.539	16.125	5.364	7.239	11.727	14.316	(2.590)	154.998	18.758	14.855
2017	6.637	16.367	5.408	7.489	12.036	14.396	(2.360)	168.230	21.274	15.749
2018	6.737	16.612	5.443	7.746	12.356	14.459	(2.103)	182.237	23.955	16.687

CUADRO 3 (SIMULACIÓN DE REFERENCIA) (Cont.)

Años	Activos Aportantes (miles)	Salario Promedio	Haber Medio a cargo del Sistema Público (1)	Aportes a las AFJP (mill. de pesos)	Aportes y Contribuciones al Sistema Público (mill. de pesos)	Monto total de los Beneficios (mill. de pesos)	Déficit Previsional (mill. de pesos) (2)	Valor de los Fondos de Pensiones (mill. de pesos) (3)	Valor de los Fondos de Seguros en Cías (mill. de pesos)	Ahorro Previsional Privado de Vida (mill. de pesos) (4)
2019	6.838	16.861	5.468	8.010	12.685	14.508	(1.822)	197.057	26.808	17.673
2020	6.940	17.114	5.483	8.283	13.025	14.542	(1.517)	212.730	29.841	18.707
2021	7.045	17.371	5.488	8.565	13.376	14.564	(1.188)	229.342	33.022	19.793
2022	7.150	17.631	5.480	8.855	13.735	14.657	(922)	246.148	37.156	20.939
2023	7.257	17.896	5.459	9.154	14.105	14.738	(633)	263.895	41.473	22.065
2024	7.366	18.164	5.427	9.461	14.487	14.813	(326)	282.632	45.984	23.248
2025	7.477	18.437	5.383	9.777	14.881	14.870	11	302.411	50.697	24.492
2026	7.589	18.713	5.327	10.103	15.287	14.907	380	323.286	55.620	25.798
2027	7.703	18.994	5.262	10.438	15.707	14.927	779	345.299	60.778	27.171
2028	7.818	19.279	5.187	10.783	16.139	14.927	1.212	368.501	66.190	28.613
2029	7.936	19.568	5.104	11.139	16.584	14.904	1.680	392.926	71.890	30.125
2030	8.055	19.862	5.013	11.505	17.044	14.858	2.186	418.586	77.938	31.709
2031	8.176	20.160	4.914	11.881	17.517	14.791	2.726	445.961	83.927	33.363
2032	8.298	20.462	4.810	12.269	18.006	14.679	3.327	475.386	89.631	35.128
2033	8.423	20.769	4.697	12.669	18.508	14.555	3.954	506.003	96.053	37.039
2034	8.549	21.081	4.571	13.083	19.026	14.423	4.602	537.540	103.518	39.002
2035	8.677	21.397	4.445	13.510	19.557	14.336	5.221	569.571	112.475	40.987
2036	8.807	21.718	4.317	13.952	20.102	14.305	5.797	601.588	123.408	42.950
2037	8.939	22.043	4.190	14.409	20.662	14.346	6.315	634.995	134.841	44.840
2038	9.074	22.374	4.064	14.882	21.236	14.467	6.769	668.392	148.257	46.813
2039	9.210	22.710	3.942	15.370	21.825	14.671	7.154	701.721	163.645	48.717
2040	9.348	23.050	3.828	15.873	22.430	14.953	7.477	735.095	180.818	50.548

CUADRO 4 (SIMULACIÓN DE REFERENCIA)
(En porcentajes)

	Financiamiento con Impuestos						(1)+(4)+(5)+(6)
	Ahorro Previsional	Déficit Público/ Desahorro Público	Efecto Impacto de la Reforma	Ahorro Público	Efecto sobre el ahorro Privado	Efecto Sustitución	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1997	1,10	1,62	-0,51	0,00	-0,32	-0,16	0,62
1998	1,17	1,49	-0,32	0,00	-0,30	-0,17	0,70
1999	1,24	1,46	-0,22	0,00	-0,29	-0,19	0,76
2000	1,30	1,36	-0,07	0,00	-0,27	-0,20	0,82
2001	1,35	1,29	0,06	0,00	-0,26	-0,22	0,87
2002	1,39	1,22	0,17	0,00	-0,24	-0,23	0,92
2003	1,44	1,15	0,29	0,00	-0,23	-0,24	0,97
2004	1,49	1,07	0,41	0,00	-0,21	-0,25	1,02
2005	1,53	1,00	0,53	0,00	-0,20	-0,27	1,07
2006	1,59	0,93	0,66	0,00	-0,19	-0,28	1,13
2007	1,65	0,86	0,79	0,00	-0,17	-0,30	1,18
2008	1,71	0,79	0,92	0,00	-0,16	-0,31	1,24
2009	1,77	0,72	1,05	0,00	-0,14	-0,33	1,30
2010	1,90	0,65	1,25	0,00	-0,13	-0,35	1,41
2011	1,96	0,58	1,38	0,00	-0,12	-0,37	1,48
2012	2,01	0,54	1,47	0,00	-0,11	-0,38	1,52
2013	2,07	0,50	1,56	0,00	-0,10	-0,39	1,57
2014	2,12	0,46	1,65	0,00	-0,09	-0,40	1,62
2015	2,17	0,42	1,75	0,00	-0,08	-0,42	1,67
2016	2,22	0,38	1,84	0,00	-0,08	-0,43	1,72
2017	2,28	0,33	1,94	0,00	-0,07	-0,44	1,77
2018	2,33	0,29	2,04	0,00	-0,06	-0,45	1,82

CUADRO 4 (Cont.)
(En porcentajes)

	Financiamiento con Impuestos						(1)+(4)+(5)+(6)
	Ahorro Previsional	Déficit Público/ Desahorro Público	Efecto Impacto de la Reforma	Ahorro Público	Efecto sobre el ahorro Privado	Efecto Sustitución	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
2019	2,38	0,24	2,14	0,00	-0,05	-0,47	1,87
2020	2,46	0,19	2,27	0,00	-0,04	-0,48	1,94
2021	2,54	0,15	2,39	0,00	-0,03	-0,50	2,01
2022	2,61	0,11	2,50	0,00	-0,02	-0,52	2,07
2023	2,68	0,07	2,61	0,00	-0,01	-0,53	2,13
2024	2,76	0,04	2,72	0,00	-0,01	-0,55	2,20
2025	2,83	0,00	2,83	0,00	0,00	-0,57	2,27
2026	2,91	-0,04	2,95	0,00	0,01	-0,58	2,33
2027	2,99	-0,08	3,07	0,00	0,02	-0,60	2,41
2028	3,07	-0,13	3,20	0,00	0,03	-0,62	2,48
2029	3,15	-0,17	3,33	0,00	0,03	-0,64	2,55
2030	3,24	-0,22	3,45	0,00	0,04	-0,66	2,62
2031	3,33	-0,26	3,59	0,00	0,05	-0,68	2,70
2032	3,42	-0,31	3,74	0,00	0,06	-0,70	2,79
2033	3,51	-0,37	3,88	0,00	0,07	-0,72	2,87
2034	3,60	-0,41	4,02	0,00	0,08	-0,74	2,95
2035	3,68	-0,46	4,14	0,00	0,09	-0,76	3,02
2036	3,75	-0,50	4,25	0,00	0,10	-0,77	3,08
2037	3,82	-0,53	4,35	0,00	0,11	-0,79	3,14
2038	3,88	-0,55	4,43	0,00	0,11	-0,80	3,19
2039	3,93	-0,57	4,50	0,00	0,11	-0,81	3,23
2040	3,97	-0,58	4,55	0,00	0,12	-0,82	3,27

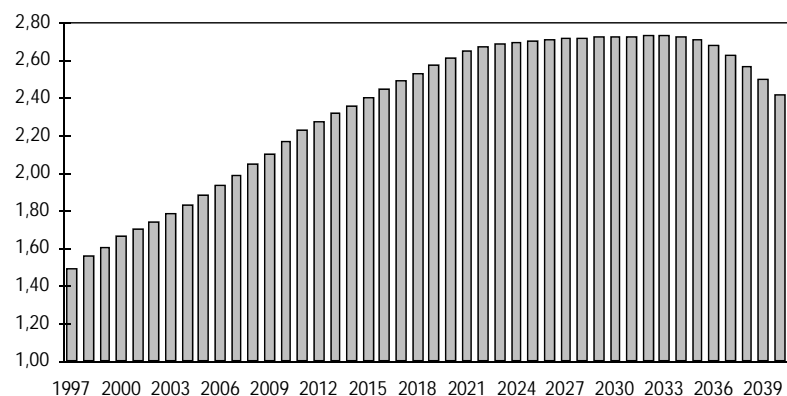
CUADRO 4 (Cont.)
(En porcentajes)

	Financiamiento con deuda										
	Equivalencia Ricardiana					Caso Keynesiano					Mix (50% Eq. ricardiana, 50% Keynesiano)
	Ahorro Privado	Ahorro Público	Efecto Total	Efecto sobre ahorro	Efecto sustitución	Ahorro Privado	Ahorro Público	Efecto Total	Ahorro Privado	Ahorro Público	Efecto Total
	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
(1)+(2)+(5)+(6)	(-)(2)	(8) + (9)	(11)	(12)	(1)+(11)+(12)	(13)-(2)	(8)+(13)/2	(-)(2)	(15)-(2) = [(10)+(14)]/2		
1997	2,24	-1,62	0,62	0,32	-0,22	1,21	-0,41	1,72	-1,62	0,11	
1998	2,19	-1,49	0,70	0,30	-0,23	1,24	-0,26	1,71	-1,49	0,22	
1999	2,21	-1,46	0,76	0,29	-0,25	1,28	-0,18	1,75	-1,46	0,29	
2000	2,18	-1,36	0,82	0,27	-0,26	1,31	-0,05	1,74	-1,36	0,38	
2001	2,16	-1,29	0,87	0,26	-0,27	1,33	0,05	1,75	-1,29	0,46	
2002	2,14	-1,22	0,92	0,24	-0,28	1,36	0,14	1,75	-1,22	0,53	
2003	2,12	-1,15	0,97	0,23	-0,29	1,38	0,23	1,75	-1,15	0,60	
2004	2,09	-1,07	1,02	0,21	-0,30	1,40	0,33	1,75	-1,07	0,67	
2005	2,07	-1,00	1,07	0,20	-0,31	1,43	0,43	1,75	-1,00	0,75	
2006	2,06	-0,93	1,13	0,19	-0,32	1,46	0,53	1,76	-0,93	0,83	
2007	2,05	-0,86	1,18	0,17	-0,33	1,49	0,63	1,77	-0,86	0,91	
2008	2,04	-0,79	1,24	0,16	-0,34	1,53	0,74	1,78	-0,79	0,99	
2009	2,02	-0,72	1,30	0,14	-0,35	1,56	0,84	1,79	-0,72	1,07	
2010	2,06	-0,65	1,41	0,12	-0,38	1,65	1,00	1,86	-0,65	1,21	
2011	2,05	-0,58	1,48	0,12	-0,39	1,68	1,11	1,87	-0,58	1,29	
2012	2,07	-0,54	1,52	0,11	-0,40	1,72	1,18	1,89	-0,54	1,35	
2013	2,08	-0,50	1,57	0,10	-0,41	1,75	1,25	1,91	-0,50	1,41	
2014	2,08	-0,46	1,62	0,09	-0,42	1,79	1,32	1,94	-0,46	1,47	
2015	2,09	-0,42	1,67	0,08	-0,43	1,82	1,40	1,96	-0,42	1,53	
2016	2,10	-0,38	1,72	0,08	-0,44	1,85	1,48	1,98	-0,38	1,60	
2017	2,10	-0,33	1,77	0,07	-0,46	1,89	1,55	1,99	-0,33	1,66	
2018	2,10	-0,29	1,82	0,06	-0,47	1,92	1,63	2,01	-0,29	1,73	

CUADRO 4 (Cont.)
(En porcentajes)

	Financiamiento con deuda										
	Equivalencia Ricardiana					Caso Keynesiano					Mix (50% Eq. ricardiana, 50% Keynesiano)
	Ahorro Privado	Ahorro Público	Efecto Total	Efecto sobre ahorro	Efecto sustitución	Ahorro Privado	Ahorro Público	Efecto Total	Ahorro Privado	Ahorro Público	Efecto Total
	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
(1)+(2)+(5)+(6)	(-)(2)	(8) + (9)	(11)	(12)	(1)+(11)+(12)	(13)-(2)	(8)+(13)/2	(-)(2)	(15)-(2) = [(10)+(14)]/2		
2019	2,11	-0,24	1,87	0,05	-0,48	1,95	1,71	2,03	-0,24	1,79	
2020	2,13	-0,19	1,94	0,04	-0,49	2,01	1,81	2,07	-0,19	1,87	
2021	2,15	-0,15	2,01	0,03	-0,51	2,06	1,91	2,11	-0,15	1,96	
2022	2,18	-0,11	2,07	0,02	-0,52	2,11	2,00	2,15	-0,11	2,03	
2023	2,21	-0,07	2,13	0,01	-0,54	2,16	2,09	2,18	-0,07	2,11	
2024	2,24	-0,04	2,20	0,01	-0,55	2,21	2,17	2,22	-0,04	2,19	
2025	2,26	0,00	2,27	0,00	-0,57	2,27	2,27	2,27	0,00	2,27	
2026	2,29	0,04	2,33	-0,01	-0,58	2,32	2,36	2,31	0,04	2,35	
2027	2,32	0,08	2,41	-0,02	-0,60	2,38	2,46	2,35	0,08	2,43	
2028	2,35	0,13	2,48	-0,03	-0,61	2,43	2,56	2,39	0,13	2,52	
2029	2,38	0,17	2,55	-0,03	-0,63	2,49	2,66	2,43	0,17	2,61	
2030	2,41	0,22	2,62	-0,04	-0,65	2,55	2,76	2,48	0,22	2,69	
2031	2,44	0,26	2,70	-0,05	-0,67	2,61	2,87	2,52	0,26	2,79	
2032	2,47	0,31	2,79	-0,06	-0,68	2,67	2,99	2,57	0,31	2,89	
2033	2,50	0,37	2,87	-0,07	-0,70	2,74	3,10	2,62	0,37	2,99	
2034	2,53	0,41	2,95	-0,08	-0,72	2,80	3,21	2,67	0,41	3,08	
2035	2,56	0,46	3,02	-0,09	-0,74	2,86	3,31	2,71	0,46	3,17	
2036	2,58	0,50	3,08	-0,10	-0,75	2,90	3,40	2,74	0,50	3,24	
2037	2,61	0,53	3,14	-0,11	-0,76	2,95	3,48	2,78	0,53	3,31	
2038	2,64	0,55	3,19	-0,11	-0,78	2,99	3,55	2,82	0,55	3,37	
2039	2,66	0,57	3,23	-0,11	-0,79	3,03	3,60	2,85	0,57	3,42	
2040	2,68	0,58	3,27	-0,12	-0,79	3,06	3,64	2,87	0,58	3,45	

RELACIÓN ACTIVOS/PASIVOS



La relación cotizantes/beneficiarios (activos a pasivos) aumenta desde 1,49 (casi tres cotizantes por cada dos beneficiarios) en 1997, a un máximo de 2,61 hacia el año 2024 (poco más de cinco cotizantes por cada dos beneficiarios). Luego declina hasta niveles de 2,4 hacia el año 2040.

Como puede verse en la octava columna del cuadro 3, la reforma previsional tiene asociado un déficit puro (ingresos públicos menos egresos a cargo del Estado) hasta el año 2022, revirtiéndose esta situación a partir del año siguiente. El déficit aquí considerado es déficit "puro" del sistema y no incluye otros ingresos del sistema previsional, que permiten su equilibrio en cada período, entre ellos los fondos provenientes de impuestos de asignación específica. Los niveles de déficit así definidos superan el 1% del PBI hasta el año 2005, pero declinan monótonamente. Si se computaran los ingresos que actualmente recibe el sistema previsional de otras fuentes tributarias y estos recursos se mantuvieran constantes en términos reales, el año inicial se mostraría en equilibrio, con superávits crecientes en años posteriores.

El cuadro 4 muestra el impacto de la reforma sobre la posición financiera del sector público, con las magnitudes definidas en términos de su relación con el PBI, y formas alternativas de financiar el déficit con su impacto esperado sobre la tasa de ahorro.

La primera columna muestra el ahorro previsional en cada período (última columna del cuadro 3), indicando que el ahorro crece

hasta poco menos del 4% del PBI. La segunda columna presenta la evolución del déficit público previsional estimado (desahorro público, de la columna 8 del cuadro 3). Dada la situación inicial (año 1997) la mejora de la posición financiera del sector público es notoria: en 35 años mejora en dos puntos del PBI sólo por este factor, y libera los recursos tributarios actualmente asignados al financiamiento del déficit presente (estimado en algo más 1,6% del PBI).

La tercera columna mide el impacto de la reforma sobre el ahorro, en términos exclusivamente de la diferencia entre el ahorro previsional y el desahorro público. Como puede verse en esta columna, la reforma tiene un impacto negativo sobre el ahorro (definido en estos términos) sólo durante los primeros años del sistema. Sin embargo, a partir del año 2000-2001 (sexto a séptimo año de iniciada la reforma), la diferencia entre el ahorro previsional privado y el déficit previsional público se vuelve positiva y creciente.

Esta medición, con todo, no considera el efecto que tiene sobre el ahorro privado la forma de financiar el déficit previsional originado en la reforma. A efectos de incorporar estas alternativas a las proyecciones se consideró que el déficit previsional sea financiado de dos formas alternativas: con impuestos o con deuda.

En el caso de que el déficit se financie con impuestos, el ahorro público se vuelve igual a cero, pues desaparece el déficit que ahora es financiado con impuestos. En lo que respecta al ahorro privado, el incremento impositivo implica una reducción en el ingreso disponible, lo cual a su vez reduce el ahorro privado (no previsional) en la magnitud de la propensión marginal a ahorrar. Además, el aumento (neto de impuestos) en el ahorro previsional debe ser corregido para contemplar la sustitución con otras formas de ahorro, dado que si bajo el sistema anterior de pensiones los individuos ahorran para financiar su etapa pasiva (ahorro que dependía de la credibilidad que se le otorgaba al viejo régimen), en la medida que perciben el nuevo sistema como creíble reducirán este ahorro adicional.

En las columnas (4) a (7), se muestra el resultado de suponer que el déficit público se financia con impuestos, asumiendo una propensión marginal a ahorrar igual al 20%, y que existe un retraso en el reconocimiento de que el ahorro privado efectivamente está aumentando como resultado de la reforma previsional, con lo cual puede esperarse que el efecto sustitución sea inicialmente pequeño pero creciente.⁷

En el caso de financiamiento del déficit con deuda pública, el impacto sobre el ahorro varía de acuerdo con la percepción de ese déficit por parte del sector privado. La visión de la *equivalencia ricardiana* es la que se presenta en las columnas 8 a 10, mientras que la visión *keynesiana* se expresa en las columnas 11 a 14.

Si se cumple la *equivalencia ricardiana*, el incremento en el déficit significa un desahorro público, que es exactamente compensado por un incremento en el ahorro privado en anticipación de los impuestos futuros que necesariamente aparecerán más adelante para hacer frente al pago de esa deuda. En este caso, el ingreso disponible se ve afectado de la misma forma que bajo el financiamiento impositivo de la reforma, y la forma de financiar el déficit del sistema público es irrelevante en lo que se refiere al impacto global sobre el ahorro doméstico, aunque su composición es muy distinta: el ahorro privado es mayor en los años deficitarios (al inicio de la reforma) y menor en los años superavitarios (a partir de la maduración).⁸ La economía en su conjunto sin embargo ahorra al menos un punto más del PBI desde el décimo año de la reforma, y esa proporción crece hasta más de dos puntos del PBI al cabo de transcurridas tres décadas.⁹

Una hipótesis alternativa en el caso de financiamiento con deuda, es la que supone que los individuos no perciben que la deuda presente implica impuestos futuros para su cancelación¹⁰ y consideran los títulos de la deuda colocada por el Estado para financiar el déficit como una adición de riqueza (dados los supuestos, este caso se suele denominar como *caso keynesiano*).

El incremento en la riqueza privada (los individuos se consideran más "ricos" en la magnitud de los bonos que han adquirido) induce a un aumento en el consumo y en el ahorro deseados. El aumento del ahorro depende de la propensión marginal a ahorrar (menor que uno), por lo que el desahorro público no llega a ser totalmente compensado por el aumento del ahorro del sector privado. La columna 11 pasa de positiva en las primeras tres décadas de la reforma a negativa, en tanto disminuye la proporción de bonos en el público. Por su parte, el efecto sustitución, es ya inicialmente negativo (cae el ahorro privado por la porción que es sustituida por el ahorro previsional), y su efecto se acrecienta mientras crezca el ahorro previsional. Bajo esta hipótesis, la tasa de ahorro de la economía crece hasta casi tres puntos por sobre los niveles iniciales. Cabe hacer notar que durante los primeros años, en el caso

keynesiano se espera una reducción de la tasa de ahorro, como consecuencia de que en ese breve lapso prevalece el fuerte *efecto impacto* negativo (columna 3, desahorro público mayor que ahorro previsional privado).

Una alternativa intermedia entre el caso keynesiano y la equivalencia ricardiana se construye bajo el supuesto que el 50% de los agentes económicos actúa bajo una forma de comportamiento (ricardiana), y el 50% restante lo hace bajo la otra forma (keynesiana). El resultado se presenta en las columnas 15 a 17 del cuadro 2. Bajo esta hipótesis mixta, la tasa de ahorro de la economía siempre se incrementa, desde niveles bajos aun a comienzos de la reforma (año 1997) hasta superar el 1% del PBI hacia el año 2010, y más de 2% del PBI hacia el año 2027.

Una simulación alternativa (que se distinguirá de la primera, presentada en los cuadros 3 y 4, como *simulación de referencia*) se presenta en los cuadros 5 y 6, alterando básicamente las hipótesis sobre el mercado de trabajo: se asume que entre 1998 y 1999 tiene lugar algún proceso de desregulación del mercado laboral (particularmente en materia de cambio de régimen de despido y de descentralización de la negociación colectiva), que se adiciona a una reducción de las contribuciones patronales a partir del año 2000. Estas contribuciones se suponen reducidas al nivel que tienen actualmente las zonas más promovidas (80% de descuento), por lo que desde el punto de vista de las contribuciones patronales para jubilación, la tributación promedio desciende de 9,6% a 3,2% en forma inmediata (año 2000).

CUADRO 5 - PROYECCIÓN ALTERNATIVA

Años	Activos Aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario Promedio	Haber Medio a cargo del Sistema Público (1)	Aportes a las AFJP (mill. de pesos)	Aportes y Contribuciones al Sistema Público (mill. de pesos)	Monto total de los Beneficios (mill. de pesos)	Déficit Previsional (mill. de pesos) (2)	Valor de los Fondos de Pensiones (mill. de pesos) (3)	Valor de los Fondo en Cías de Seguros de Vida (mill. de pesos)	Ahorro Previsional Privado de Vida (mill. de pesos) (4)
1997	4.785	3.205	12.519	3.997	3.567	7.535	12.812	(5.277)	7.502	56	3.601
1998	4.905	3.146	12.519	4.030	3.766	7.554	12.678	(5.125)	11.433	139	4.014
1999	5.027	3.122	12.519	4.108	3.997	7.585	12.826	(5.241)	15.649	369	4.446
2000	5.203	3.097	12.707	4.186	4.251	3.678	12.964	(9.286)	20.277	661	4.920
2001	5.385	3.071	12.897	4.268	4.518	3.790	13.106	(9.316)	25.361	1.017	5.440
2002	5.574	3.046	13.091	4.354	4.798	3.907	13.262	(9.355)	30.914	1.461	5.997
2003	5.769	3.020	13.287	4.440	5.092	4.031	13.412	(9.381)	36.982	1.984	6.591
2004	5.971	2.994	13.487	4.526	5.399	4.161	13.552	(9.390)	43.599	2.593	7.226
2005	6.180	2.967	13.689	4.612	5.658	4.299	13.681	(9.382)	50.802	3.295	7.905
2006	6.334	2.939	13.894	4.695	5.926	4.415	13.799	(9.384)	58.575	4.088	8.566
2007	6.493	2.911	14.103	4.776	6.205	4.536	13.904	(9.368)	66.960	4.971	9.268
2008	6.655	2.883	14.314	4.854	6.495	4.662	13.998	(9.335)	75.995	5.948	10.013
2009	6.822	2.856	14.529	4.930	6.797	4.794	14.079	(9.285)	85.722	7.025	10.804
2010	6.992	2.828	14.747	5.002	7.032	4.932	14.147	(9.215)	96.184	8.207	11.643
2011	7.097	2.808	14.968	5.071	7.272	5.039	14.201	(9.162)	107.347	9.499	12.456
2012	7.203	2.808	15.192	5.156	7.531	5.143	14.477	(9.334)	118.467	11.697	13.318
2013	7.311	2.815	15.420	5.233	7.791	5.251	14.733	(9.481)	130.268	14.042	14.146
2014	7.421	2.824	15.652	5.300	8.059	5.364	14.967	(9.604)	142.784	16.541	15.015
2015	7.532	2.833	15.886	5.358	8.334	5.480	15.179	(9.699)	156.053	19.201	15.929
2016	7.645	2.842	16.125	5.407	8.618	5.600	15.366	(9.766)	170.114	22.030	16.889
2017	7.760	2.852	16.367	5.446	8.909	5.724	15.532	(9.808)	184.999	25.043	17.898
2018	7.877	2.863	16.612	5.475	9.209	5.852	15.677	(9.824)	200.751	28.247	18.957
2019	7.995	2.876	16.861	5.494	9.518	5.985	15.801	(9.816)	217.413	31.653	20.068

CUADRO 5 (Cont.)

Años	Activos Aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario Promedio	Haber Medio a cargo del Sistema Público (1)	Aportes a las AFJP (mill. de pesos)	Aportes y Contribuciones al Sistema Público (mill. de pesos)	Monto total de los Beneficios (mill. de pesos)	Déficit Previsional (mill. de pesos) (2)	Valor de los Fondos de Pensiones (mill. de pesos) (3)	Valor de los Fondo en Cías de Seguros de Vida (mill. de pesos)	Ahorro Previsional Privado de Vida (mill. de pesos) (4)
2020	8.115	2.891	17.114	5.501	9.836	6.123	15.906	(9.784)	235.030	35.271	21.234
2021	8.236	2.909	17.371	5.498	10.165	6.265	15.993	(9.728)	253.698	39.061	22.458
2022	8.360	2.948	17.631	5.482	10.504	6.409	16.159	(9.750)	272.530	43.978	23.749
2023	8.485	2.990	17.896	5.454	10.852	6.557	16.305	(9.748)	292.411	49.111	25.013
2024	8.613	3.037	18.164	5.414	11.211	6.711	16.440	(9.729)	313.394	54.468	26.340
2025	8.742	3.086	18.437	5.363	11.580	6.870	16.551	(9.681)	335.537	60.060	27.735
2026	8.873	3.138	18.713	5.301	11.961	7.034	16.634	(9.600)	358.899	65.898	29.200
2027	9.006	3.192	18.994	5.230	12.352	7.204	16.693	(9.489)	383.526	72.010	30.739
2028	9.141	3.247	19.279	5.151	12.755	7.379	16.724	(9.345)	409.472	78.418	32.354
2029	9.278	3.304	19.568	5.063	13.170	7.560	16.728	(9.168)	436.774	85.163	34.047
2030	9.417	3.362	19.862	4.968	13.597	7.746	16.701	(8.955)	465.442	92.316	35.821
2031	9.559	3.422	20.160	4.865	14.037	7.938	16.648	(8.709)	496.039	99.390	37.671
2032	9.702	3.476	20.462	4.759	14.490	8.137	16.542	(8.404)	528.953	106.123	39.647
2033	9.847	3.536	20.769	4.643	14.958	8.342	16.419	(8.077)	563.166	113.699	41.789
2034	9.995	3.607	21.081	4.515	15.440	8.552	16.286	(7.734)	598.349	122.501	43.985
2035	10.145	3.693	21.397	4.387	15.939	8.766	16.202	(7.436)	633.994	133.058	46.201
2036	10.297	3.800	21.718	4.258	16.455	8.985	16.182	(7.196)	669.496	145.940	48.384
2037	10.452	3.933	22.043	4.130	16.988	9.209	16.242	(7.034)	706.498	159.410	50.472
2038	10.609	4.095	22.374	4.003	17.538	9.437	16.394	(6.957)	743.347	175.210	52.650
2039	10.768	4.286	22.710	3.882	18.106	9.669	16.639	(6.970)	779.967	193.328	54.737
2040	10.929	4.505	23.050	3.768	18.692	9.907	16.975	(7.068)	816.484	213.540	56.730
2041	11.093	4.748	23.396	3.663	19.293	10.150	17.392	(7.242)	853.091	235.579	58.646
2042	11.259	4.952	23.747	3.578	19.908	10.407	17.720	(7.313)	896.152	253.022	60.504

CUADRO 6 (PROYECCIÓN ALTERNATIVA)
(En porcentajes)

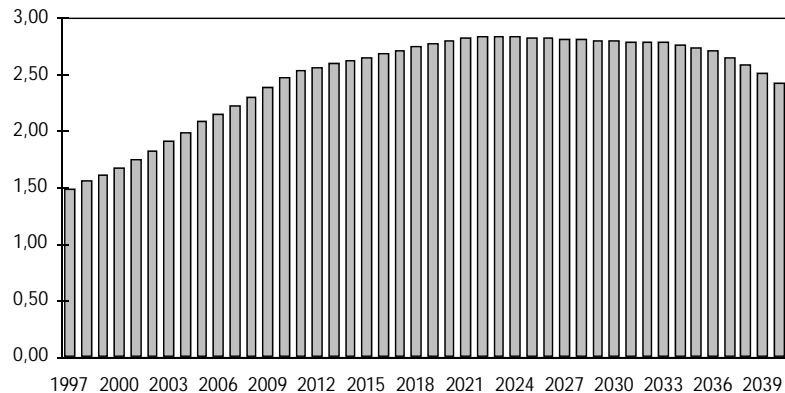
	Ahorro Previsional	Déficit Público/ Desahorro Público	Efecto Impacto de la Reforma	Ahorro Público	Efecto sobre el Ahorro Privado	Efecto Sustitución	Efecto Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	(1)+(4)+(5)+(6)						
1997	1,10	1,62	-0,51	0,00	-0,32	-0,16	0,62
1998	1,17	1,49	-0,32	0,00	-0,30	-0,17	0,70
1999	1,24	1,46	-0,22	0,00	-0,29	-0,19	0,76
2000	1,31	2,47	-1,16	0,00	-0,49	-0,16	0,65
2001	1,38	2,37	-0,99	0,00	-0,47	-0,18	0,73
2002	1,46	2,28	-0,82	0,00	-0,46	-0,20	0,80
2003	1,54	2,19	-0,65	0,00	-0,44	-0,22	0,88
2004	1,61	2,09	-0,48	0,00	-0,42	-0,24	0,95
2005	1,69	2,00	-0,31	0,00	-0,40	-0,26	1,03
2006	1,77	1,93	-0,17	0,00	-0,39	-0,28	1,10
2007	1,85	1,87	-0,02	0,00	-0,37	-0,29	1,18
2008	1,93	1,80	0,13	0,00	-0,36	-0,31	1,25
2009	2,01	1,73	0,28	0,00	-0,35	-0,33	1,33
2010	2,16	1,65	0,51	0,00	-0,33	-0,37	1,46
2011	2,23	1,59	0,64	0,00	-0,32	-0,38	1,53
2012	2,29	1,56	0,73	0,00	-0,31	-0,40	1,58
2013	2,35	1,54	0,81	0,00	-0,31	-0,41	1,63
2014	2,41	1,50	0,91	0,00	-0,30	-0,42	1,69
2015	2,47	1,47	1,00	0,00	-0,29	-0,43	1,74
2016	2,53	1,43	1,10	0,00	-0,29	-0,45	1,79
2017	2,59	1,38	1,20	0,00	-0,28	-0,46	1,85
2018	2,64	1,34	1,30	0,00	-0,27	-0,48	1,90

CUADRO 6 (cont.)
(En porcentajes)

	Ahorro Previsional	Déficit Público/ Desahorro Público	Efecto Impacto de la Reforma	Ahorro Público	Efecto sobre el Ahorro Privado	Efecto Sustitución	Efecto Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	(1)+(4)+(5)+(6)						
2019	2,70	1,29	1,41	0,00	-0,26	-0,49	1,96
2020	2,79	1,25	1,54	0,00	-0,25	-0,51	2,03
2021	2,88	1,21	1,67	0,00	-0,24	-0,53	2,11
2022	2,96	1,18	1,78	0,00	-0,24	-0,54	2,18
2023	3,04	1,15	1,89	0,00	-0,23	-0,56	2,25
2024	3,12	1,12	2,00	0,00	-0,22	-0,58	2,32
2025	3,21	1,09	2,12	0,00	-0,22	-0,60	2,39
2026	3,29	1,05	2,24	0,00	-0,21	-0,62	2,47
2027	3,38	1,02	2,36	0,00	-0,20	-0,64	2,54
2028	3,47	0,98	2,49	0,00	-0,20	-0,66	2,62
2029	3,56	0,93	2,63	0,00	-0,19	-0,68	2,70
2030	3,66	0,89	2,76	0,00	-0,18	-0,70	2,78
2031	3,75	0,85	2,91	0,00	-0,17	-0,72	2,87
2032	3,86	0,80	3,06	0,00	-0,16	-0,74	2,96
2033	3,96	0,75	3,22	0,00	-0,15	-0,76	3,05
2034	4,06	0,70	3,36	0,00	-0,14	-0,78	3,14
2035	4,15	0,65	3,50	0,00	-0,13	-0,80	3,22
2036	4,22	0,62	3,61	0,00	-0,12	-0,82	3,28
2037	4,30	0,59	3,71	0,00	-0,12	-0,84	3,34
2038	4,36	0,57	3,79	0,00	-0,11	-0,85	3,40
2039	4,41	0,56	3,85	0,00	-0,11	-0,86	3,44
2040	4,45	0,55	3,90	0,00	-0,11	-0,87	3,47

Las principales consecuencias de estas hipótesis se refieren, por una parte, al descenso en los ingresos para el sistema público, y a la vez en un incremento en la tasa de crecimiento de los activos aportantes, ya que disminuye moderadamente el premio a la evasión. Dadas las hipótesis de evolución del PBI (que se mantienen inalteradas, lo cual probablemente subestime el efecto indirecto positivo de un escenario desregulado), y las elasticidades habituales de empleo a costo laboral, y un débil cambio esperado en la elasticidad empleo-PBI, la tasa de expansión de los aportantes crece al 3,5% anual en el período 2000-2005, al 2,5% anual en el período 2006-2010, y al 1,5% anual a partir del año 2011. Ello contrasta con la hipótesis de un incremento estable del 1,5% anual desde el año 2000 en la proyección representada por los cuadros 1 y 2. Bajo este escenario, los aportantes en el año 2010 son 46% superiores a los aportantes declarados en el año 1997 (cuadro 3). A su vez el cociente cotizantes a beneficiarios aumenta por sobre dicha relación en la simulación de referencia.

PROYECCIÓN ALTERNATIVA
Relación activos/pasivos

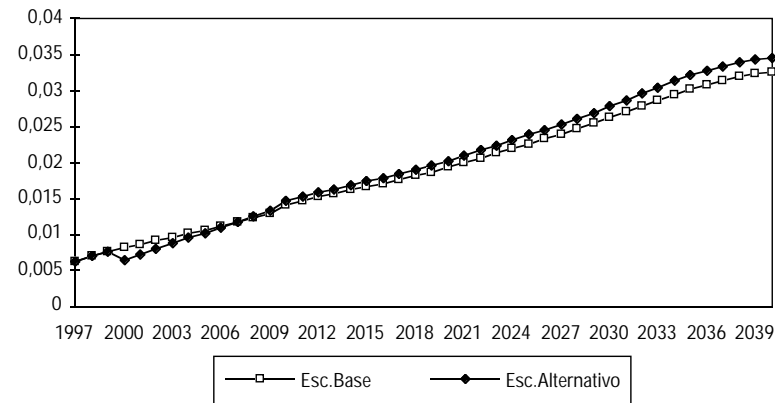


Desde el punto de vista financiero, se observa una expansión del ahorro anual previsional hasta aproximadamente 4,5% del PBI al finalizar el período de proyección. La contracara de ello es un déficit del sistema público permanente, ya que dados los paráme-

tros (es decir, sin alterarse los niveles de prestaciones y/o los niveles de salarios declarados, lo demás constante) el sistema está en déficit con una tasa de contribución que en el largo plazo converge al 3,2% sobre la nómina salarial como casi único aporte (es decir, cuando todos están en el sistema de capitalización). El déficit público es particularmente elevado en el primer quinquenio de la próxima década, cuando supera el 2% del PBI por año. El efecto *impacto* de la reforma se mantiene negativo por seis años más, y luego se recupera, aunque por debajo de las proyecciones en la simulación de referencia.

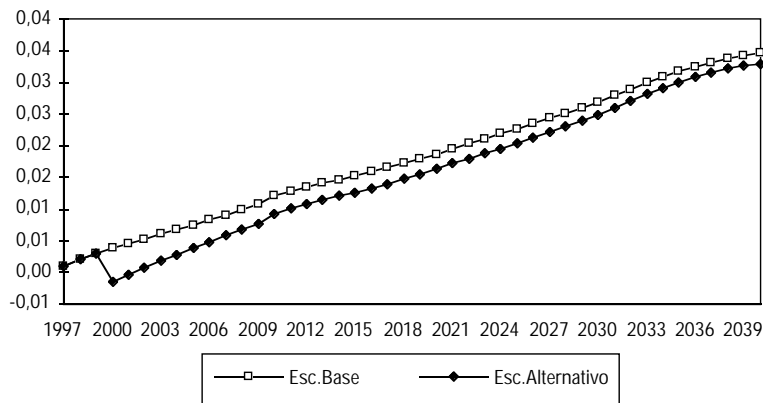
En el caso de que la reforma se financie con impuestos, la tasa de ahorro total de la economía crece respecto de la simulación de referencia, porque el mayor ahorro previsional privado domina por sobre el negativo impacto que la reducción del ingreso disponible tiene sobre el ahorro privado, y por sobre el mayor efecto de sustitución. El crecimiento de la tasa de ahorro es mayor en el escenario alternativo desde el año 2007 en adelante, y llega a un máximo de casi el 3,5% a fines del período de proyección frente a 3,27% en la simulación de referencia.

PROYECCIÓN ALTERNATIVA
Impacto sobre el Ahorro
Financiación con Impuestos
(Porcentaje del Producto)



Sin embargo si la reforma se financia con deuda (emisión de bonos para financiar el desequilibrio del sistema público, que ahora es mayor), como es de esperar, el impacto sobre la tasa de ahorro es menor. Ello se verifica tanto bajo la hipótesis de agentes que se comportan en forma keynesiana, o bajo la hipótesis de equivalencia ricardiana.

PROYECCIÓN ALTERNATIVA
Impacto sobre el ahorro
Financiamiento con deuda-caso mixto
(Porcentaje del producto)



Una última simulación se realiza para tener en cuenta que el sistema previsional tiene asignados impuestos específicos, y que por lo tanto no resulta realista suponer que todo el déficit se financia con deuda. El cuadro 7 a continuación muestra las proyecciones del sistema tomando en cuenta la financiación con impuestos en su nivel actual –dicho nivel se mantiene en términos reales de aquí en más, y por lo tanto decrecen en el tiempo dada la tendencia creciente del producto–, y el resto (hasta el déficit total) se supone financiado con nueva deuda. Dado que en el caso de equivalencia ricardiana la financiación con impuestos o con deuda es indiferente desde el punto de vista del efecto total (aunque difiere la composición del ahorro entre público y privado), se ha supuesto que para la porción que se financia con nuevos bonos los agentes se comportan según la hipótesis keynesiana.

Una de las consecuencias que surgen de analizar estos resultados, es que la tasa de ahorro crece desde el inicio, ya que aumentó la proporción de financiamiento con impuestos. En efecto, la tasa de ahorro es positiva desde el año 1997, y su nivel es sistemáticamente mayor al que surge de comparar con la columna correspondiente del cuadro 4. Si ahora se asumiera que para el financiamiento con bonos parte de la población se comporta según la equivalencia ricardiana, y parte según la hipótesis keynesiana, la tasa de ahorro sería nuevamente más elevada, pero sólo durante los primeros 12 a 15 años de la reforma.

CUADRO 7
(En porcentajes)

	Financiamiento con Impuestos			Efectos por financiamiento con deuda			Efecto Total			
	Impuestos Asignados % PBI	Déficit Previsional menos impuestos asignados	Efecto Ahorro	Efecto Sustitución	Efecto Ahorro	Efecto Sustitución	Ahorro Público	Ahorro Privado	Total	
1997	1,16	0,45	-0,23	0,05	0,09	-0,22	-0,45	0,79	-0,45	0,33
1998	1,11	0,39	-0,22	0,04	0,08	-0,23	-0,39	0,84	-0,39	0,45
1999	1,06	0,40	-0,21	0,04	0,08	-0,25	-0,40	0,90	-0,40	0,50
2000	1,01	0,35	-0,20	0,04	0,07	-0,26	-0,35	0,95	-0,35	0,59
2001	0,97	0,32	-0,19	0,04	0,06	-0,27	-0,32	0,99	-0,32	0,66
2002	0,92	0,29	-0,18	0,04	0,06	-0,28	-0,29	1,03	-0,29	0,73
2003	0,89	0,26	-0,18	0,04	0,05	-0,29	-0,26	1,06	-0,26	0,80
2004	0,85	0,23	-0,17	0,03	0,05	-0,30	-0,23	1,10	-0,23	0,87
2005	0,81	0,19	-0,16	0,03	0,04	-0,31	-0,19	1,13	-0,19	0,95
2006	0,78	0,15	-0,16	0,03	0,03	-0,32	-0,15	1,18	-0,15	1,03
2007	0,76	0,11	-0,15	0,03	0,02	-0,33	-0,11	1,22	-0,11	1,12
2008	0,73	0,06	-0,15	0,03	0,01	-0,34	-0,06	1,27	-0,06	1,20
2009	0,71	0,02	-0,14	0,03	0,00	-0,35	-0,02	1,31	-0,02	1,29
2010	0,68	-0,03	-0,14	0,03	-0,01	-0,38	0,03	1,40	0,03	1,43
2011	0,66	-0,08	-0,13	0,03	-0,02	-0,39	0,08	1,45	0,08	1,53
2012	0,64	-0,09	-0,13	0,03	-0,02	-0,40	0,09	1,49	0,09	1,58
2013	0,62	-0,11	-0,12	0,02	-0,02	-0,41	0,11	1,53	0,11	1,64
2014	0,59	-0,13	-0,12	0,02	-0,03	-0,42	0,13	1,57	0,13	1,70
2015	0,57	-0,15	-0,11	0,02	-0,03	-0,43	0,15	1,61	0,15	1,76
2016	0,56	-0,17	-0,11	0,02	-0,03	-0,44	0,17	1,65	0,17	1,83
2017	0,54	-0,20	-0,11	0,02	-0,04	-0,46	0,20	1,69	0,20	1,90
2018	0,52	-0,23	-0,10	0,02	-0,05	-0,47	0,23	1,73	0,23	1,96

CUADRO 7 (Cont.)

	Financiamiento con Impuestos			Efectos por financiamiento con deuda			Efecto Total			
	Impuestos Asignados % PBI	Déficit Previsional menos impuestos asignados	Efecto Ahorro	Efecto Sustitución	Efecto Ahorro	Efecto Sustitución	Ahorro Público	Ahorro Privado	Total	
2019	0,50	-0,26	-0,10	0,02	-0,05	-0,48	0,26	1,77	0,26	2,03
2020	0,48	-0,29	-0,10	0,02	-0,06	-0,49	0,29	1,83	0,29	2,12
2021	0,47	-0,32	-0,09	0,02	-0,06	-0,51	0,32	1,89	0,32	2,21
2022	0,46	-0,35	-0,09	0,02	-0,07	-0,52	0,35	1,94	0,35	2,29
2023	0,45	-0,37	-0,09	0,02	-0,07	-0,54	0,37	2,00	0,37	2,37
2024	0,44	-0,40	-0,09	0,02	-0,08	-0,55	0,40	2,05	0,40	2,46
2025	0,43	-0,43	-0,09	0,02	-0,09	-0,57	0,43	2,11	0,43	2,54
2026	0,42	-0,46	-0,08	0,02	-0,09	-0,58	0,46	2,17	0,46	2,63
2027	0,41	-0,49	-0,08	0,02	-0,10	-0,60	0,49	2,23	0,49	2,72
2028	0,40	-0,53	-0,08	0,02	-0,11	-0,61	0,53	2,29	0,53	2,81
2029	0,39	-0,56	-0,08	0,02	-0,11	-0,63	0,56	2,35	0,56	2,91
2030	0,38	-0,60	-0,08	0,02	-0,12	-0,65	0,60	2,41	0,60	3,01
2031	0,37	-0,64	-0,07	0,01	-0,13	-0,67	0,64	2,47	0,64	3,11
2032	0,36	-0,68	-0,07	0,01	-0,14	-0,68	0,68	2,54	0,68	3,23
2033	0,35	-0,73	-0,07	0,01	-0,15	-0,70	0,73	2,61	0,73	3,34
2034	0,34	-0,77	-0,07	0,01	-0,15	-0,72	0,77	2,67	0,77	3,44
2035	0,33	-0,80	-0,07	0,01	-0,16	-0,74	0,80	2,73	0,80	3,54
2036	0,33	-0,84	-0,07	0,01	-0,17	-0,75	0,84	2,78	0,84	3,62
2037	0,32	-0,86	-0,06	0,01	-0,17	-0,76	0,86	2,83	0,86	3,69
2038	0,31	-0,88	-0,06	0,01	-0,18	-0,78	0,88	2,88	0,88	3,76
2039	0,30	-0,89	-0,06	0,01	-0,18	-0,79	0,89	2,92	0,89	3,80
2040	0,30	-0,89	-0,06	0,01	-0,18	-0,79	0,89	2,95	0,89	3,84

3. Otros factores que afectan el ahorro doméstico

Tal como se ha señalado para la experiencia chilena en el capítulo respectivo, las reformas institucionales en la Argentina abarcaron muy diversos campos en la década de 1990, y ello hace particularmente difícil identificar en qué proporción los cambios en el ahorro que se observan –y se proyectan hacia el futuro– pueden ser imputados a los cambios en una sola dimensión, en este caso la de la previsión. Un breve repaso de los principales factores que están probablemente afectando el nivel de ahorro en la segunda mitad de los '90, incluiría seguramente, entre otras dimensiones, el cambio en el régimen macroeconómico (monetario y cambiario, con sus consecuencias en el plano fiscal), y la liberalización financiera, en un contexto de mayor apertura de los mercados de capitales a nivel internacional.

Entre otras consecuencias, la estabilización económica y la liberalización del mercado de capitales favoreció un cambio de signo en el ahorro externo de la Argentina, que pasó de un nivel negativo promedio de 1,15% del PBI en el período 1982-1990, a un nivel positivo de 3,1% del PBI en 1992-96 (ver cuadro 8).

El ahorro público durante los años '70 y '80 en la Argentina, por su parte, estuvo compuesto en una alta proporción por impuesto inflacionario, siendo sistemáticamente negativo el ahorro corriente del Gobierno (sector público consolidado, ver cuadro 9).

El financiamiento inflacionario del sector público permitió en su momento altas tasas de inversión (y eventualmente de gasto total) por parte del sector público, según se desprende del cuadro 6, las que promediaron el 6% del PBI en los años '70 y el 6,5% en los '80. En los años '90, con la virtual desaparición del impuesto inflacionario, la inversión pública declinó hasta promediar el 2,5% entre 1991 y 1997. Desde 1993 en adelante, la inversión bruta por parte del sector privado pasó a representar entre el 18,5% y el 22,8% del PBI, con un marcado incremento respecto de la media de los años '70, pero particularmente respecto de la década de 1980.

En lo que se refiere a la composición de la inversión, los *instrumentos financieros* que estaban disponibles en el pasado (hasta comienzos de los '90) para el sector privado eran muy limitados, forzando a las familias a invertir en bienes durables (incluyendo propiedades) y en divisas externas, pero escasamente en el mercado financiero y/o en inversiones de riesgo. El mercado de bonos

CUADRO 8
AHORRO NACIONAL, AHORRO EXTERNO E INVERSIÓN
(En porcentajes del PBI)

	Ahorro Bruto Nacional			Ahorro Externo	Inversión Bruta		
	Público	Privado	Total		Pública*	Privada	Total
1970	2,09	20,81	22,90	0,53	4,13	19,30	23,43
1971	2,11	21,45	23,56	0,95	4,37	20,14	24,51
1972	2,60	20,94	23,54	0,81	4,76	19,59	24,36
1973	-0,34	24,12	23,79	-1,69	4,82	17,28	22,10
1974	0,92	21,33	22,25	-0,25	5,22	16,78	22,00
1975	6,00	14,32	20,32	1,68	4,35	17,65	22,00
1976	6,05	19,46	25,51	-1,24	5,72	18,55	24,27
1977	4,87	24,92	29,79	-1,93	8,48	19,38	27,86
1978	3,69	23,74	27,43	-2,31	9,44	15,68	25,13
1979	2,39	22,83	25,22	0,16	8,34	17,04	25,38
1980	0,57	22,31	22,89	3,50	8,29	18,09	26,39
1981	-1,80	23,33	21,53	2,33	8,00	15,86	23,86
1982	-0,93	21,18	20,24	-0,49	6,57	13,18	19,75
1983	-2,07	21,58	19,51	-0,41	5,98	13,13	19,10
1984	0,59	18,40	18,99	-0,72	5,57	12,70	18,28
1985	-0,78	19,31	18,53	-1,76	5,14	11,63	16,77
1986	-1,18	17,97	16,79	0,62	5,95	11,47	17,41
1987	-2,39	20,06	17,67	1,76	7,38	12,04	19,43
1988	0,34	20,36	20,70	-1,23	7,02	12,45	19,47
1989	-0,41	19,21	18,80	-3,06	4,66	11,08	15,74
1990	4,83	14,33	19,16	-4,99	3,72	10,44	14,17
1991	0,27	16,63	16,90	-0,62	2,91	13,37	16,28
1992	1,51	13,92	15,44	4,18	2,62	17,00	19,62
1993	0,13	17,01	17,14	4,04	2,77	18,42	21,18
1994	-1,26	19,85	18,59	4,82	2,57	20,84	23,41
1995	-2,15	21,75	19,60	0,99	2,21	18,38	20,59
1996**	-2,65	22,76	20,12	1,40	2,20	19,32	21,52
1997***	-1,30	23,77	22,47	2,70	2,40	22,77	25,17

* Incluye FONAVI.

** Provisorio.

*** Estimado .

Fuente: Sobre la base de FIEL y MEYOSP.

públicos, por otra parte, se encontraba limitado entre otras cosas por la importancia que asumía el impuesto inflacionario.

El nuevo instrumento de ahorro disponible a partir de la reforma previsional podría esperarse que alterara esta situación. Sin embargo, resultaba difícil predecir en forma inequívoca cómo ocurriría esto en lo referente tanto al *nivel* como a la *composición* de la inversión.

Primero, porque el ahorro externo depende primordialmente de otros factores y presenta notoria volatilidad. Segundo, porque la asignación de los fondos por las Administradoras está restringido por regulaciones que establecen límites máximos sobre la composición de la cartera de las inversiones, induciéndolas a elegir carteras "cercanas" (similares) al requerir que garanticen a sus afiliados una rentabilidad mínima relativa a la rentabilidad promedio del sistema. Tercero, porque el alcance y la dirección de la sustitución del ahorro privado y del ahorro público emergentes de la reforma previsional dependen en forma importante de cómo se ha venido financiando la transición (combinación de impuestos y deuda), y cómo la misma es percibida por el público (deuda bajo equivalencia ricardiana, o con agentes keynesianos).

Sin embargo, y desde el punto de vista de la inversión, un aspecto de la reforma resultaba evidente: ya fuera que otras formas de ahorro privado disminuyeran o no, los nuevos ahorros capturados por las Administradoras serían diferentes de los anteriores en cuanto al horizonte durante el cual los mismos estarían disponibles. Esto implicaba una mayor factibilidad (y necesidad) de oportunidades de inversión de largo plazo, ayudando al desarrollo del mercado financiero y modificando el patrón de inversiones observado en el pasado.

Las *condiciones iniciales* para la reforma previsional eran pues las de un cuadro de situación bien diferente en los '90 respecto de las dos décadas pasadas tanto desde el punto de vista del financiamiento disponible para el sector público, como por la aparición de un nuevo y más activo rol para el ahorro privado. Y resultaba en particular notoria la necesidad de una ampliación de los instrumentos de ahorro para el sector privado. Ahora bien, en ese cuadro de condiciones iniciales, el deterioro que había alcanzado a comienzos de los '90 el sistema previsional prometía agravar los desequilibrios macroeconómicos. La estabilización de los años '90, junto con la indexación retrasada que caracterizaba al sistema jubi-

CUADRO 9
AHORRO PÚBLICO
(En porcentajes del PBI)

	Ahorro Corriente	Impuesto Inflacionario	Ahorro Público
1970	-0,45	2,54	2,09
1971	-1,77	3,88	2,11
1972	-2,51	5,12	2,60
1973	-4,09	3,75	-0,34
1974	-3,94	4,86	0,92
1975	-9,14	15,14	6,00
1976	-5,45	11,50	6,05
1977	-1,50	6,37	4,87
1978	-2,04	5,73	3,69
1979	-2,36	4,75	2,39
1980	-3,09	3,67	0,57
1981	-5,73	3,93	-1,80
1982	-6,43	5,50	-0,93
1983	-8,83	6,76	-2,07
1984	-7,16	7,75	0,59
1985	-6,35	5,57	-0,78
1986	-5,03	3,85	-1,18
1987	-7,53	5,13	-2,39
1988	-5,26	5,60	0,34
1989	-10,32	9,91	-0,41
1990	-2,18	7,00	4,83
1991	-1,29	1,56	0,27
1992	0,86	0,65	1,51
1993	-0,21	0,34	0,13
1994	-1,46	0,21	-1,26
1995	-2,24	0,10	-2,15
1996	-2,65	0,00	-2,65
1997	-1,30	0,00	-1,30

Fuente: FIEL, MEYOSP, BCRA, INDEC.

latorio, implicaba que el valor real de las deudas previsionales y de los flujos sería creciente. El deterioro previsional llevaba entonces, por un lado, a un endeudamiento público creciente (en ausencia, ahora, de financiamiento inflacionario). Por otro lado el compromiso del sistema previsional (en términos de las promesas que formulaba) implicaban un menor ahorro privado (un sendero creciente del consumo agregado), al comprometer transferencias crecientes en favor del estrato poblacional con menor propensión a ahorrar (los jubilados).

De allí que la reforma tuvo diversas características que van más allá de los aspectos generales que hacen al reemplazo de un sistema de reparto por otro con una componente central de capitalización. Otros ajustes tuvieron lugar simultáneamente, o en períodos muy cercanos a la reforma misma.

- En primer lugar, se procuró un *ajuste de caja* que limitara la expansión del desequilibrio. Antes y después de la reforma previsional se tomaron diversas medidas –reseñadas en el capítulo 3– tendientes a reducir la deuda implícita en pensiones, y a reducir adicionalmente en términos reales el flujo de gasto previsional.
- En segundo lugar, con la reforma se elevaron al mismo tiempo las condiciones de *solventia previsional de largo plazo*: se incrementaron los años de aporte comprobados y las edades de retiro, se redujo el período reconocido sin aportes comprobados, se elevó el período para determinar la base de cálculo del haber jubilatorio, se establecieron mayores controles sobre los beneficios por invalidez, se eliminaron regímenes especiales (de “privilegio”). La mayoría de estas disposiciones tenía a su vez impacto en el corto y mediano plazo, limitando la expansión del gasto.
- En tercer lugar, *se dotó al sistema de recursos tributarios con asignación específica* (IVA y ganancias), lo que permitiría en su momento reducir el financiamiento que proviene de la imposición sobre la nómina salarial, y a la vez financiar con impuestos parte del déficit que generaría la reforma. El financiamiento impositivo del sistema (fuera de los impuestos laborales) es un factor que –tal como surge del análisis del presente capítulo– favorecería más tarde el incremento en la tasa de ahorro de la economía.
- Por último la reducción –casi simultánea con la reforma previsional– que operó en la imposición al trabajo, procuraba una reducción del costo de los factores de producción y por dicha vía

un incremento en el corto plazo de la tasa de beneficio y de *ahorro de las empresas*. Aun cuando este impacto no fue medido en forma directa para el caso argentino (en las estimaciones del presente capítulo no se distingue la porción de ahorro privado que es ahorro de las empresas), se trata de una reforma complementaria a la previsional que tendía a recuperar la tasa de ahorro doméstica.

Todos estos aspectos tendían a mejorar la tasa de ahorro, y probablemente complementaron el impacto que tiene el cambio desde un sistema de reparto a un sistema de capitalización. En las proyecciones del presente capítulo resulta inequívoco un incremento en la tasa de ahorro –aunque la magnitud del incremento es variable– como consecuencia del cambio de sistema, en particular cuando se considera el financiamiento con impuestos de la transición. Sin embargo estas proyecciones tienden a subestimar el impacto sobre el ahorro de las reformas complementarias antes citadas.

4. Reforma previsional y mercado de capitales

Adicionalmente al impacto sobre el ahorro hasta aquí considerado, la reforma indujo cambios en el funcionamiento del mercado de capitales. Aun cuando puede resultar todavía demasiado temprano para evaluar el impacto de la reforma previsional sobre el mercado de capitales, existe evidencia de una notable interacción entre la reforma previsional y la profundización del mercado en los años '90.¹¹

Por una parte, durante los años inmediatos anteriores y posteriores a la reforma previsional se verificaron cambios regulatorios que favorecieron la expansión del mercado de capitales, a la vez que en muchos casos resultaban necesarios para el funcionamiento de un sistema privado de pensiones. En el cuadro anexo 1 al presente capítulo se reseñan las principales modificaciones institucionales en el mercado de capitales que tuvieron lugar entre 1992 y 1997. Entre dichos cambios cabe mencionar:

- Ley 24083 (1992), que establece un nuevo régimen para los *fondos comunes de inversión*.
- Decreto 656 (1992) y sucesivos en 1993-1996 que introdujeron y

perfeccionaron los requerimientos de someter a la *calificación de riesgo* las emisiones de títulos de oferta pública.

- Decreto 1073 (1993) que regula la emisión de *obligaciones negociables* (ONs) para Pymes.
- Ley 24.441 (1995) que promueve la *securitización de hipotecas*.
- Ley 24.552 (1995) de quiebras.
- Resolución 262 (1995) de la Comisión Nacional de Valores (CNV), entre otras, que introduce normas para una mayor *transparencia* de las operaciones de sociedades que realizan oferta pública de valores.
- Decreto 340 (1996) que incorpora la figura de “*creadores de mercado*” (market makers), para la colocación primaria y negociación secundaria de títulos de deuda pública destinados al mercado local.
- Decreto 627 (1996) y otras normas que facilitan la expansión de los *contratos de leasing*.

A pesar de la crisis del Tequila que afectó en forma notoria la actividad económica y los mercados de capitales en 1995, la corta serie 1993-1997 muestra algunos cambios de significación en el mercado de capitales, en parte relacionados con la aparición del nuevo régimen de pensiones.

Por una parte el nivel de capitalización en el mercado de capitales creció en forma casi ininterrumpida desde 1992, tal como se aprecia en el cuadro anexo 2. Luego de un primer impulso dado por el mercado de acciones (1993) siguió la expansión en el mercado de títulos públicos, obligaciones negociables, y en el sistema financiero (1996-1997). El nivel agregado de capitalización creció desde representar (a nivel mensual) el equivalente del 36% del PBI en 1993-1994, al 40% en 1995 y poco menos del 47% a fines de 1996.

Por otra parte, el volumen promedio por operación realizado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (cuadro anexo 4) creció significativamente entre 1994 y 1996, marcando la aparición de *inversores institucionales* de creciente peso. El volumen total operado en el piso y en la rueda continua resultó 231% superior en el año 1996 al operado en el año 1993 (año previo a la aparición de los fondos privados de pensiones). Respecto de 1994, el crecimiento en 1996 de las operaciones alcanzó al 34,8% en valor nominal (poco más del 30% real, ya que una significativa porción de las operaciones estaban nominadas en dólares).

CUADRO 10
COMPARACION DE LA INVERSIÓN DE FONDOS DE PENSIÓN
CON EL STOCK TOTAL DEL MERCADO
(En millones de pesos)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Depósitos</i>						
Total	26.277,3	40.158,7	46.915,8	43.195,5	53.575,9	62.569,5
Fondos de pensiones			145	618	756	1205
Fondos/mercado (%)			0,31%	1,43%	1,41%	1,93%
<i>Letras hipotecarias</i>						
Mercado	0	0	954,75	860,1	559,52	485,12
Fondos de pensiones			0,0	0,0	25,6	29,4
Fondos/mercado (%)			0%	0%	5%	6%
<i>Títulos públicos</i>						
Mercado	7.025	28.481	27.623	32.421	39.461	46.161
Fondos de pensiones			261,97	1333,67	2814,72	3649,68
Fondos/mercado (%)			0,9%	4,1%	7,1%	7,9%
<i>Obligaciones negociables</i>						
Mercado	496	932	720,25	2006,9	2937,48	2546,88
Fondos de pensiones			30,71	217,49	414,35	351,82
Fondos/mercado (%)			4,3%	10,8%	14,1%	13,8%
<i>Acciones</i>						
Mercado	18.326	42.932	36.529	37.062	44.358	54.290
Fondos de pensiones			8,0	146,1	998,1	1598,3
Fondos/mercado (%)			0,02%	0,39%	2,25%	2,94%

Fuente: CNV.

Entre los nuevos inversores institucionales, las AFJP cobraron importancia a medida que acumulaban mayores fondos. En el cuadro 8 se observa su participación creciente en las tenencias de diversos instrumentos de deuda. En el caso de bonos públicos, se estima que las AFJP acumulaban poco menos del 8% de los bonos en el mercado. En el caso de las Obligaciones Negociables se estima que hasta el 14% se encontraba en las AFJP en los años 1996 y 1997. Poco menos del 3% de las acciones, 6% de las letras hipotecarias, y 2% de los depósitos a plazo fijo integraban asimismo el stock de las Administradoras, marcando para la mayoría de los instrumentos un sendero de creciente participación en el mercado.

En el cuadro anexo 3 se confirma, por otra parte, el peso creciente y la estabilidad que introducen las AFJP como inversores institucionales: no sólo dicho peso creció desde niveles casi inexistentes en 1994 (2,5% del total) hasta representar casi 20% en 1996, sino que se perciben dos factores adicionales. Por un lado, las AFJP prácticamente reemplazaron a los no residentes durante la crisis de 1995, ya que el monto total invertido por inversores institucionales apenas creció, a pesar de caer 12% la inversión de no residentes. Ello indica una mayor estabilidad de la composición de inversores institucionales. Por otro lado, se observa un suave crecimiento de las inversiones de compañías de seguros, que tienden a expandirse en parte con el propio crecimiento de los fondos de pensión.

5. Efectos sobre la asignación de recursos y sobre otras reformas

La reforma del régimen de pensiones induce asimismo cambios en los incentivos con los que opera el mercado de trabajo. En el plano laboral, las consecuencias de la reforma se proyectan sobre diversos aspectos.

En primer lugar, dada la quiebra del viejo sistema, más que un cambio desde un sistema de *beneficio definido con administración pública* a otro de *contribución definida con administración privada* se percibió que, además, el cambio era –para quien aportara de acuerdo con las nuevas reglas– hacia un sistema de beneficio decididamente mayor que en el viejo sistema. Las inequidades que caracterizaban al sistema de reparto, y el riesgo de una nueva crisis fiscal en el momento de la jubilación que obligara a bajar las prestaciones en caso de mantenerse en el viejo sistema (como había ocurrido en particular en los quince años previos), eran incentivos para aportar al nuevo sistema que no estaban antes presentes. Así el traspaso masivo al nuevo sistema superó las expectativas más optimistas, sobre la base de la presencia de un incentivo por aportar al sistema, y marginalmente para blanquear la remuneración. Disminuyó el premio a la evasión (es decir cayó el incentivo a la informalidad), y en la medida que aumentó el salario diferido de oportunidad (en la forma de un aumento del valor descontado de los aportes) ello pudo haber favorecido un aumento de la oferta laboral de los estratos poblacionales en los que prevalece el efecto precio por sobre el efecto ingreso.

Al aumento del valor presente de los aportes, se le sumó la virtual desaparición de las transferencias cruzadas de ingresos que permitía el sistema previo. Bajo el régimen anterior, las frecuentes moratorias y la facilidad para obtener el beneficio jubilatorio sin aportes, actuaban como un efecto ingreso para las familias (pagos de transferencias desde el Gobierno al jubilarse uno de sus miembros) que no estaban asociadas con los aportes, y por lo tanto muchas veces ni con una actividad laboral. De acuerdo con relevamientos realizados por el ANSES, la mayoría de la población que hacia 1994 se encontraba percibiendo la jubilación mínima no había realizado aportes para justificar ese monto, por lo que o bien lo habían obtenido a través de su incorporación a diversas moratorias, o bien por el reconocimiento de años trabajados sin comprobación de aportes. Con el cambio de sistema y la desaparición de estas facilidades, también disminuyó la probabilidad de obtener (por estas vías) ingresos previsionales sin trabajar (formalmente al menos) y sin aportar. De tal modo, ello indujo una reducción del precio de reserva de la mano de obra, y por lo tanto tendió a elevar la oferta de trabajo para cada nivel de salario.

Un efecto trivial del cambio de régimen sobre el mercado laboral vino dado, por otra parte, por el aumento gradual de las edades jubilatorias mínimas para mujeres (de 55 a 60) y para hombres (de 60 a 65), y por el aumento inmediato del requisito de años de aporte (que pasó de 20 a 30 años, en este último caso sin cronograma de adaptación). Estas disposiciones, pero en particular el aumento de los requisitos en años de aporte, marginalmente aumentaron la oferta de trabajo a través de la exigencia de una mayor permanencia de la población en el mercado. El impacto de esta mayor oferta se distribuye principalmente sobre el período que va desde el comienzo de la reforma y el año 2001. Este efecto podría estar ligeramente atenuado por el hecho de que una porción de la población tendía a permanecer en el mercado hasta los 65 años, a efectos de obtener los beneficios de un mayor porcentaje jubilatorio en el viejo sistema. Otra porción de la población sin embargo salía del sistema (luego de obtener la jubilación al cumplir la edad mínima) y seguía ejerciendo una actividad sin declararla (para no perder el beneficio jubilatorio). La evidencia para el área metropolitana de Buenos Aires indica que –como efecto impacto– todos los grupos etarios elevaron su tasa de participación entre 1993 y 1995, pero en particular el grupo de 50 a 64 años. En el caso de las mujeres, la ta-

sa de actividad pasó de 38,3 en mayo de 1993 (35,2 en mayo de 1994) a 40,5 en mayo de 1995, y en el de los varones pasó de 82,1 en 1993 (79,5 en 1994) a 83,9 en 1995. Los datos de mayo de 1993 corresponden a los registros previos a 1995 más elevados de la EPH (encuesta de hogares).

Otra de las consecuencias de la reforma, ligadas al mercado laboral, viene dada por el hecho de que el reemplazo del sistema de reparto por uno mixto en el cual la componente de capitalización tiende a predominar en el mediano plazo, redujo las resistencias políticas a disminuir la imposición al trabajo. En efecto, en el nuevo sistema previsional la componente de reparto a financiar (el primer pilar) requiere recursos tributarios decrecientes, que pueden ser reemplazados por recursos tributarios de otras fuentes. De tal modo, se atenuó una fuente de resistencia que existía hasta 1994 para reducir la imposición al trabajo, al menos en lo que hace a los recursos para el sistema de pensiones.¹²

Finalmente la reforma de pensiones contribuyó a generar un ambiente propicio en el plano de la opinión pública –y por lo tanto neutralizar la oposición de grupos políticos y sindicales– para la introducción de *reformas en otros componentes de la seguridad social*. En particular la introducción de mecanismos de capitalización, al probarse notoriamente exitosos, permitieron plantear la extensión de dichos mecanismos a otras áreas de la seguridad social. Tal fue el caso en el año 1995 de la legislación sobre riesgos del trabajo, sancionada en ese año y que comenzó a operar a mediados de 1996. En la misma línea de propuestas el Poder Ejecutivo ha explorado la introducción de mecanismos de seguro privado para cubrir los eventos de ruptura del contrato laboral (reemplazando el mecanismo de indemnización), y se han formulado propuestas para la incorporación del sistema de salud para activos y pasivos.¹³

Notas

1. La referencia básica es Posadas, Laura: El nuevo sistema de jubilaciones y pensiones. Sus efectos sobre el déficit previsional público. Pronatass/Birf, ARG/89/005, junio de 1993.

2. De Iecho, estas cifras resultan de una versión revisada del trabajo citado anteriormente.

3. Cottani, Joaquín y Llach, Juan J.: “Ahorro nacional, ahorro externo y financiamiento de la inversión durante la reforma económica: el programa

de la Argentina”, Secretaría de Programación Económica, MEOSP, agosto de 1993.

4. Una interpretación alternativa es que los autores descontaban el ajuste que introduciría, tarde o temprano, la ley de solidaridad previsional.

5. Rofman, Rafael y Stirparo, Gustavo. Proyección del tamaño de los fondos de jubilaciones y pensiones. Estudio N° 4, SAFJyP, julio de 1996.

6. Schultess, Walter y Demarco, Gustavo. El financiamiento del régimen previsional público en la Argentina después de la reforma. VII Seminario Regional de Política Fiscal, CEPAL/PNUD. Santiago de Chile, enero de 1996.

7. Se supuso que la tasa de sustitución toma los siguientes valores: 20% en 1997, 30% en 1998 y 1999, y 40% desde allí. Dado que las estimaciones internacionales van desde el 20% al 70% (e inclusive menos), el supuesto aparenta ser razonable.

8. Nótese que si la deuda previsional anteriormente implícita era reconocida por el sector privado, el incremento en el ahorro privado habría tomado lugar anteriormente, cuando esa deuda se originó, y también sería cierto que la reforma previsional no significa la incursión de un mayor déficit, ya que la vieja deuda implícita es reemplazada por una nueva deuda implícita. En consecuencia, el análisis previo -en lo referido al ahorro agregado- mantiene su vigencia.

9. Téngase presente que la tasa promedio de ahorro doméstica fue en los tres años previos a la reforma previsional del 16,5% del PBI.

10. Más allá de algún incremento en el endeudamiento, los bonos deben ser redimidos en el futuro.

11. *Cross fertilization*.

12. No así quizás en el caso de los impuestos asignados a otros fines.

13. Ver FIEL, *El Sistema de Seguridad Social*, 1995.

ANEXO CAPÍTULO 5

CUADRO ANEXO 1

ARGENTINA: PRINCIPALES REFORMAS EN EL MERCADO DE CAPITALES 1992-1995

1992

Ley 24.073	La ley eliminó la retención sobre los dividendos pagados, tanto a residentes como no residentes. Además para las personas físicas se estableció la no obligatoriedad de volcar tales dividendos en sus declaraciones impositivas.
Ley 24.083	Nuevo régimen para los fondos comunes de inversión, estableciendo una gama más amplia que pueden integrar el patrimonio colectivo.
Dec. 656	Estableció como requisito para autorizar la oferta pública la presentación a la CNV de dos calificaciones de riesgo otorgadas por sociedades calificadoras distintas e independientes habilitadas a tal fin.
Dec. 1.076	Modificó el régimen tributario aplicable a valores públicos y obligaciones negociables, gravando en el impuesto a las ganancias –para los sujetos obligados a practicar ajuste por inflación– los resultados provenientes de la disposición de aquellos valores al igual que sus intereses.
Res. 196 del MEyOSP	Permite la negociación de acciones en dólares estadounidenses en el ámbito del llamado mercado abierto.
Res. 200 del MEyOSP	Establece el carácter obligatorio de la calificación de riesgo respecto de valores de deuda.
Res. 201 del MEyOSP	Establece que sólo pueden intervenir en la oferta pública de valores o contratos a término, en futuros y opciones aquellos intermediarios que pertenezcan a entidades autorreguladas.
Res. 204 del MEyOSP	Impone el deber de informar las modificaciones en las tenencias de acciones de los principales accionistas de las sociedades autorizadas a la oferta pública de valores.
Res. 214 del MEyOSP	Impone a las emisiones extranjeras autorizadas a la oferta pública de valores en el país el deber de informar diariamente los precios y el volumen operado de sus valores en mercados extranjeros.

1993

Ley 24.241	Instituye el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
Dec. 174	Decreto reglamentario de la ley 24.083. Entre otros dispone que los fondos comunes de inversión deben solicitar conjuntamente con la habilitación del mismo, la respectiva solicitud de oferta pública, a efectos de asegurar a los cuotapartistas un adecuado mercado se-

	cundario. También en el caso de que existan tratados internacionales que prevean la integración de los mercados de capitales. Los títulos valores emitidos en cualquiera de los países serán considerados como activos emitidos en el país a los efectos del cumplimiento del porcentaje de inversión previsto en la ley.
Dec. 1.073	Dispone la regulación básica para que las Pymes puedan emitir ONs mediante un procedimiento simple y económicamente accesible.
Dec. 2.019	Extiende a todos los instrumentos de deuda la obligación de presentar la calificación de dos sociedades calificadoras de riesgo respecto de cada emisión.
Dec. 2.088	Dispone que cuando deben inscribirse en algún Registro instrumentos constitutivos de un derecho real, o la cesión de los mismos, deberá tomarse razón en caso de que alguna de las partes lo haga a título de fiduciario. Este decreto fue dictado para favorecer la "securitización" de créditos.

1993

Res. 227 de la CNV	Se establecen las obligaciones que deben observar todos aquellos que intervienen en el ámbito de la oferta pública. Las más importantes están referidas al deber de informar cualquier hecho que pueda afectar el curso de las cotizaciones y el de guardar reserva que tienen todos aquellos que tengan información respecto del desenvolvimiento de una sociedad con oferta pública.
Res. 229 de la CNV	Establece la posibilidad de emitir ONs a mediano plazo, mediante programas globales.
Res. 233 de la CNV	Releva a las entidades financieras de informar los avales y fianzas por operaciones individuales que no superen el 1% de su patrimonio neto.
Res. 239 de la CNV	Establece que las sociedades calificadoras de riesgo tienen que hacer pública la metodología de calificación utilizada para evaluar los instrumentos sobre los que se expiden.

1994

Dec. 2.291	Exime del impuesto a los sellos a las escrituras públicas de compraventa de inmuebles destinados a vivienda o terrenos cuyo destino sea la construcción de viviendas. Este Decreto remueve un gravamen que afectaba directamente la posibilidad de titularización de activos hipotecarios.
Res. 242 de la CNV	Reglamentario de la Ley de Fondos Comunes de Inversión. Posibilita la inversión en activos emitidos en cualquiera de los países del Mercosur que se negocien en mercados aprobados por las respectivas Comisiones de Valores.
Res. 243 de la CNV	Establece la nomina de los mercados del país en los que deben

	transarse los títulos valores públicos o privados que adquieren las AFJP.
Res. 244 de la CNV	Autoriza a las AFJP a actuar como depositantes de la Caja de Valores respecto de los títulos representativos de sus inversiones y encajes.
Res. 247 de la CNV	Establece el tratamiento que deben dispensar los fondos comunes de inversión a sus disponibilidades en efectivo, cuando superen el 10%.
Res. 248 de la CNV	Determina que el Mercado de Valores de Buenos Aires y el Mercado Abierto Electrónico son mercados donde pueden transarse los títulos valores que pueden ser objeto de inversión por parte de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones.
Res. 249 de la CNV	Determina cuáles son los mercados del exterior donde pueden transarse los títulos valores que pueden ser objeto de inversión por parte de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones.
Res. 250 de la CNV	Autoriza a la Caja de Valores a considerar como organismos de control de la actividad principal de las AFJP a la Superintendencia de AFJP.
Res. 258 de la CNV	Dispone que los dictámenes aprobados por las sociedades calificadoras de riesgo deben ser remitidos a la CNV, a las entidades autorreguladas donde la emisora cotice sus títulos y a la Superintendencia de AFJP.
Res. 260 de la CNV	Determina que las AFJP deben informar discriminadamente qué inversiones fueron realizadas con recursos de los fondos de jubilaciones y pensiones y cuáles con recursos de encajes.

1995

Ley 24.441	Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción. Tiene como objetivo promover la titularización de activos como vía de financiamiento, principalmente en el campo hipotecario. También modifica la ley de Fondos Comunes de Inversión, estableciendo que los fondos pueden invertir en todo tipo de activo sea real o financiero.
Ley 24.552	Ley de Concurso de Quiebras.
Ley 24.587	Implantó una vez más la nominatividad no endosable obligatoria de los títulos valores privados emitidos en el país. También establece un régimen de retenciones en porcentajes crecientes en caso de puesta a disposición de dividendos, intereses, rentas u otras ganancias a títulos valores privados que no hayan sido presentados para su conversión en títulos nominativos no endosables o a la forma escritural. La nominatividad obligatoria desalienta a los inversores locales para operar en los mercados del país, y los incentiva a comprar en el exterior en desmedro del mercado argentino.
Dec. 780	Regula la ley 24.441. El decreto establece que el registro de letras

	hipotecarias constitutivas de fideicomisos con valores admitidos a la oferta pública será llevado por las Cajas de Valores.
Dec. 304	Extiende el requisito de calificación de riesgo como condición para la autorización de oferta pública a aquellos títulos valores cuyo repago se halle respaldado por un flujo de fondos provenientes de créditos, o que representen participaciones en la titularidad de dichos créditos no otorguen a su titular el derecho a percibir intereses calculados sobre el valor del título.
Res. 262 de la CNV	Reglamenta la adquisición de sus propias acciones por las sociedades autorizadas a la oferta pública. La norma tiene por finalidad garantizar el funcionamiento transparente del mercado.
Res. 263 de la CNV	Puso en vigencia nuevas disposiciones para la autorización de oferta pública de un programa de colocación de ON y que simplifican el procedimiento para la colocación de las clases o series incluidas en el programa global autorizado por el organismo.
Res. 264 de la CNV	Impone el deber de informar todos los contratos de significatividad económica que celebren con la entidad los miembros de sus órganos de administración, fiscalización y gerentes o las personas jurídicas controladas por éstos.
Res. 275 de la CNV	Establece que el Mercado de Valores de Buenos Aires es un mercado donde pueden transarse los valores que pueden ser objeto de inversión por los fondos de jubilaciones y pensiones.
Res. 278 de la CNV	Establece que el Mercado Abierto Electrónico es un mercado donde pueden transarse los valores que pueden ser objeto de inversión por los fondos de jubilaciones y pensiones.
Res. 276 de la CNV	Incluye a las AFJP entre los inversores autorizados para adquirir ON emitidas por Pymes.
Res. 277 de la CNV	Reglamenta la constitución y administración de Fondos Comunes de Dinero conforme a la ley 24.083.
1996	
Dec. 259	Reglamenta la ley 24.587.
Dec. 340	Establece un sistema para la emisión, colocación, negociación y liquidación de los instrumentos de endeudamiento público destinados al mercado local. La norma incorpora la figura de los "Creadores de Mercado" que participan en la colocación primaria y la negociación secundaria de tales instrumentos.
Dec. 365	Incorpora a la Superintendencia de AFJP como ente habilitado para comunicar a las entidades de depósito colectivo las autorizaciones para funcionar que otorguen a las AFJP.
Dec. 627	Reglamenta la ley 24.441, revistiendo especial interés el tratamiento impositivo relativo a los contratos de leasing.

Dec. 812	Hace inaplicable a las acciones y títulos privados representativos de deuda pública y a los títulos públicos la presunción consistente en considerar, sin prueba en contrario, como pertenecientes a personas domiciliadas en el país a los bienes de sociedades radicadas en países que no apliquen nominatividad de títulos privados.
Res. 283 de la CNV	Designa como regímenes de depósito colectivo nacional a la Caja de Valores, y extranjeros a Cedel Bank, Euroclear Operation Center y The Depository Trust Co.
Comunicación A del BCRA	Establece normas complementarias para la calificación de activos para inversiones con fondos de jubilaciones y pensiones. La función es delegada en las sociedades de calificación de riesgo.
Res. 721 de la SAFJP	Incluye a los fideicomisos financieros entre las posibilidades de inversión de los fondos y encajes que administran las AFJP.

CUADRO ANEXO 2
CAPITALIZACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES
(En millones de pesos)

	Acciones (1)	Títulos Públicos (2)	Obligaciones Negociables			Depósitos	
			Privadas	Púb.	Total	P. Fijo	Totales
Dic.-90						2.430,2	5.774,5
Dic.-91						7.558,8	15.924,7
Dic.-92	18.326,0	7.025,0	496,0	-	496,0	13.970,8	26.277,3
Dic.-93	42.932,0	28.481,0	932,0	-	932,0	22.600,1	40.158,7
Dic.-94	36.529,0	27.623,0	720,3	954,7	1.675,0	27.749,7	46.915,8
Dic.-95	37.062,0	32.421,0	2.006,9	860,1	2.867,0	26.009,3	43.195,5
Dic.-96	44.358,0	39.461,0	2.937,5	559,5	3.497,0	31.029,2	53.575,9

(1) Cotización B.C.B.A.

(2) Incluye títulos del Gobierno Nacional y Gobiernos Provinciales en \$ y en US\$

Fuente: Comisión Nacional de Valores.(CNV)

CUADRO ANEXO 3
POSESIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS
POR INVERSORES INSTITUCIONALES
(En millones de pesos)

	Fondos de pensión**	Compañías de seguros	Montos invertidos por no residentes*
Dic.-92		376,76	
Dic.-93		127,87	10.100
Dic.-94	300,7	339,65	11.330
Dic.-95	1.697,2	411,53	9.974
Dic.-96	4.252,7	451,26	16.797

* Fuente: CNV. Incluye acciones, títulos públicos y obligaciones negociables.

** Fuente: Superintendencia de las AFJP. Incluye acciones, títulos públicos, ON y cédulas hipotecarias.

CUADRO ANEXO 4
INDICADORES DEL MERCADO DE CAPITALES

	Piso						
	Cantidad de Operaciones (miles)			Volumen Operado (en millones de pesos)			
	Acciones	T. Públicos	Ob. Neg.	Acciones	T. Públicos	Ob. Neg.	Total
1991	1.297,3	141,7	1,7	4.542,82	1.128,62	22,39	5.693,83
1992	1.710,1	85,3	0,6	15.450,41	984,89	8,26	16.443,56
1993	909,5	124,7	0,4	11.026,64	1.504,84	13,03	12.544,51
1994	863,7	103,9	0,3	11.322,29	106,28	10,04	11.438,62
1995	575,9	157,9	0,1	6.670,48	2.722,98	6,79	9.400,25
1996	557,8	102,5	S/D	9.263,23	3.128,72	S/D	12.391,95
1997	463,2	40,0	0,0	9.891,16	1.478,92	0,03	11.370,12

	Rueda Continua						
	Cantidad de Operaciones (miles)			Volumen Operado (Millones de \$)			
	Acciones	T. Públicos	Ob. Neg.	Acciones	T. Públicos	Ob. Neg.	Total
1993	111,7	20,3	0,4	33.113,28	114,09	4.715,19	37.942,57
1994	247,4	44,7	0,4	99.980,73	57,20	2.588,44	112.626,38
1995	134,8	156,0	0,7	26.508,66	64.243,44	2.140,71	92.892,82
1996	146,9	157,8	1,5	25.963,33	128.329,69	505,60	154.798,62

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Referencias bibliográficas

- Agosin, M.; Crespi, G.; Letelier, L., "Explicaciones del Aumento del Ahorro en Chile". *Documento de Trabajo #49*. Departamento de Economía. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Universidad de Chile, marzo de 1997.
- Arellano, J. P., "Elementos para el análisis de la reforma previsional chilena". *Colección Estudios Cieplan #6*, diciembre, 1981.
- "The impact of Social Security on Savings and Development". *The Crisis of Social Security and Health Care*, Comp., por Carmelo Mesa-Lago. Latin American Monograph and Document Series #9. Center for Latin American Studies, University of Pittsburgh, 1985.
- Arrau P., Patricio, "La Reforma Previsional Chilena y su Financiamiento Durante la Transición". *Colección Estudios CIEPLAN #32*, junio de 1991.
- "El Nuevo Régimen Previsional Chileno". En *Regímenes Pensionales*, comp. por Fundación Friedrich Ebert de Colombia, 1992.
- "Fondos de Pensiones y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile: 1980-1993" *Serie Financiamiento del Desarrollo #39* CEPAL, mayo, 1994.
- "Nota Sobre el Aumento del Ahorro Nacional en Chile: 1980-1994" *Serie Financiamiento del Desarrollo #39*, CEPAL, octubre de 1996.
- Auerbach, A. y Kotlikoff, L., *Dynamic Fiscal Policy*, Cambridge University Press, 1987.
- Banco Mundial, *Envejecimiento sin Crisis. Políticas para la Protección*

- de los Ancianos y la Promoción del Crecimiento. Washington DC, octubre de 1994.
- Boadway, R. y Wildasin, D., *Taxation and Savings: a survey*. Fiscal Studies, vol. 15, N° 3, 1994.
- Bosworth, B.; Dornbusch, R., Laban, R. (comps.): *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, Brookings Institution, 1994.
- Bour, J. L., *Reformas del Mercado de Trabajo en la Argentina en los '90*. En *Mercados Laborales en los '90: Cinco Ejemplos de América Latina*, compilado por la Fundación K. Adenauer-CIEDLA, Buenos Aires, 1997.
- Büchi B., H., *La Transformación Económica de Chile*, Norma, 1993.
- Cheyre, H., *La Previsión en Chile Ayer y Hoy*, Centro de Estudios Públicos, 1988.
- CIEDLA-Fundación Konrad Adenauer, *La seguridad social en América Latina: Seis experiencias diferentes*, KAS-CIEDLA, Buenos Aires, 1996.
- Cifuentes S. R., "Reforma de los Sistemas Previsionales: Aspectos Macroeconómicos", *Cuadernos de Economía* #96, Agosto de 1995.
- Cifuentes S. R. y Valdés P. S., "Transitions in the presence of credit constraints". En *The Economics of Pensions*, comp. por Salvador Valdés (Cambridge University Press, 1997).
- Cohen D. L. (Ed.), *La Revolución Financiera. Manifestaciones y Perspectivas en Chile*, Universidad Adolfo Ibañez, 1989.
- Corsetti, G., Schmidt-Hebbel, K., "Pension Reform and Growth", *The Economics of Pensions*, ed. por Salvador Valdés, Cambridge University Press, 1997.
- Davis; E. P., *Pension Funds. Retirement-Income Security and Capital Markets. An International Perspective*, Clarendon Press, Oxford, 1995.
- Edwards, S. y Cox-Edwards, A., *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, University of Chicago Press, 1987.
- Fontaine, J. A., "Are there (good) macroeconomic reasons for limiting external investments by pension funds? The Chilean experience", *The Economics of Pensions*, Ed. por Salvador Valdés, Cambridge University Press, 1997.
- Hachette, D., "Ahorro Privado en Chile", *Manuscrito* (no publicado), Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Marzo de 1997.
- Haindl R. E., *Chilean Pension Fund Reform and its Impact on Saving*, Instituto de Economía, Universidad Gabriela Mistral, 1995.

- Holzmann, R., "Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile", *IMF Working Paper*, agosto de 1996, IMF Staff Papers, vol. 41, N° 2, junio de 1997.
- Iglesias P.A., "Pension System Reform and the Evolution of Capital Markets: The Chilean Experience", *Policy-Based Finance and Markets Alternatives*, Ed. por Kim B. Staking, Inter American Development Bank, 1997.
- Kane, C. y Palacios, R., *The implicit pension debt: concepts and measurement*, World Bank Discussion Paper, 1996.
- Kotlikoff, L.J. y Summers, L., "The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, vol. 8, 1991.
- Leibfritz, W., Thornton, J. y Bibbee, A., *Taxation and Economic Performance*, OCDE, Economics Department Working Papers N° 176, 1997.
- Mesa Lago, C., *Changing Social Security in Latin America, Towards alleviating the social costs of economic reform*, Lynne Rienner Pub., Londres, 1994.
- Morandé, Felipe, "Savings in Chile: What went right?", Programa Postgrado en Economía Ilades/Georgetown University I-92, abril de 1996.
- Muñoz, O. (ed.), "Economic Reforms in Chile", *Occasional Paper* #7, Inter-American Development Bank, 1992.
- Paul, L. H., "Sistema de Pensiones y Mercado de Capitales: Vínculos entre ambos", *Mimeo*, noviembre de 1994.
- Petersen, J. H.: *The Political Economy of Financing Old Age Pensions*. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 140 (3), 1984.
- Queisser, M., Larrañaga, O. y Panadeiros, M., *Adjustment and social development in Latin America during the 1980s*, IFO Studies 25, Alemania, 1993.
- Schultess, W. y Demarco, G., *Argentina: Evolución del sistema nacional de previsión social y propuesta de reforma*, CEPAL, Santiago de Chile, junio de 1993.
- Siebert, H.: *Pay as you go versus capital funded pension systems: the issues*, Kiel Working Paper 816, Kiel Institute of World Economics, junio de 1997.
- Smith, R., *Factors Affecting Saving, Policy Tools and Tax Reform: A Review*, IMF Staff Papers, vol.37, N° 1, marzo de 1990.

- Superintendencia de Valores y Seguros, *El Mercado de Valores Chileno*, 1996.
- Valdés P. S., Cifuentes, R., "Previsión Obligatoria para la Vejez y Crecimiento Económico", *Documento de Trabajo #131*, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Noviembre, 1990.
- Valdés. P. S., "Ajuste estructural en el mercado de capitales: la evidencia chilena", En *El Modelo Económico Chileno*, comp. por D. Wisecarver, Centro Internacional para el Desarrollo Económico e Instituto de Economía Pontificia Universidad Católica de Chile, 1992.
- Vittas, D., *Private pension funds in Argentina's new integrated pension system*, Policy Research Working Paper 1820, World Bank, agosto de 1997.
- Vittas, D., *The Argentine pension reform and its relevance for Eastern Europe*, Policy Research Working Paper 1819, World Bank, agosto de 1997.
- Vittas, D., *Swiss Chileanpore: The way forward for pension reform?* Policy Research Working Paper 1093, World Bank. 1993.
- Wisercaver, D. (comp.), *El Modelo Económico Chileno*, Centro Internacional para el Desarrollo Económico e Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, 1992.

PARTE II

*REGULACIONES Y COMPETENCIA
EN EL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN
DEL NUEVO SISTEMA PREVISIONAL
ARGENTINO*

Regulaciones y competencia en el régimen de capitalización del nuevo sistema previsional argentino

1. INTRODUCCIÓN

Recientemente se han cumplido tres años desde el comienzo del nuevo sistema previsional y existencia de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). La evaluación de la reforma previsional de 1994 admite distintos enfoques. Por un lado, desde un punto de vista macroeconómico, en cuanto al efecto de la misma sobre el ahorro privado y público. Por otro lado, en cuanto a los incentivos a la evasión, subdeclaración, etc. Finalmente, en lo que hace al efecto sobre nivel de beneficios a los aportantes. Dentro de este último punto, claro, deben considerarse tanto la rentabilidad de las colocaciones financieras de las AFJP como el costo del manejo de los fondos administrados para cada aportante al sistema.

Específicamente, existen al presente distintos cuestionamientos que con mayor o menor intensidad y sustento están inquietando a las autoridades regulatorias que actúan sobre el sector, a los beneficiarios del servicio y a las mismas empresas prestadoras. Así, se sostiene que a) las comisiones son altas, b) la morosidad también es alta, c) existe una significativa práctica de afiliación ilegal, d) el sistema está sobredimensionado (se sobrestimó la demanda y por lo tanto hay demasiadas AFJP), e) hay un gasto excesivo en publicidad, y f) poca transparencia en la información que reciben los aportantes.¹ La verificación de dichas características y el análisis de sus eventuales causas y soluciones, sin embargo, está aún pendiente, razón por la cual en el presente trabajo se pretende avanzar sobre

estos aspectos (excepto en lo que se refiere a la solución de la morosidad y las prácticas de afiliación impropias, tareas que recaen sobre la política de fiscalización pública).

La administración de los ahorros previsionales en el régimen de capitalización está inmersa, por diseño y realidad, dentro de un funcionamiento competitivo. Efectivamente, cada una de las 20 AFJP existentes al presente tiene intención de maximizar sus beneficios y en ese sentido existen intereses contrapuestos que generan competencia. Esta competencia, sin embargo, puede ser de variada intensidad, y en distintas dimensiones (por ejemplo, comisiones, rentabilidad, confiabilidad, atención, etc.) dependiendo de distintos factores. Estos factores están vinculados con la capacidad que tengan dichas empresas de evitar competir entre sí, ya sea consciente (por ejemplo, cartelizándose) o inconscientemente (por ejemplo, por efecto no perseguido de la regulación).

En el primer aspecto (cartelización), la teoría de la organización industrial identifica como relevante el número de empresas participantes, la visibilidad de las decisiones de las empresas, la constancia en la interacción en el mercado, la posibilidad de entrada de nuevos competidores, etc. En el segundo aspecto (imitación), la misma teoría de la organización industrial (en su rama específica de regulación) es útil para identificar aspectos que pueden afectar la contraposición efectiva de intereses en la industria. Así, por ejemplo, una regulación que penalice la diversidad de rendimientos (estableciendo una rentabilidad mínima garantizada y una rentabilidad máxima permitida, en relación con la rentabilidad media del sistema), tendría como consecuencia que la competencia se realice en menor medida sobre las colocaciones financieras de las AFJP. Igualmente, una regulación que permita los traspasos, incentiva la competencia puesto que reduce el grado de monopolio que las AFJP detentan sobre los individuos ya afiliados. Finalmente, una regulación que impida discriminar entre consumidores también tendría distintos efectos sobre la visibilidad de las comisiones y sobre la posibilidad efectiva de las empresas de coordinar sus conductas.

En este trabajo se analiza el funcionamiento del mercado de AFJP en lo que hace al grado y forma de competencia existente, factor determinante de las comisiones que dichas empresas cobran a los afiliados para manejar sus fondos. El interés se centra en el mercado como una unidad, razón por la cual se analiza el conjunto

de las AFJP (“el sistema”) y se obvia un análisis individual por AFJP. La información considerada proviene de las Memorias de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP).

Específicamente, el trabajo se ordena de la siguiente manera. En la sección 2 se realiza una descripción de las regulaciones existentes sobre las AFJP (estructura de las comisiones sobre aportes, discriminación entre aportantes, opciones de las empresas y de los afiliados, etc.). En la sección 3 se consideran los datos que han caracterizado la evolución del sector, evaluándose la posibilidad de inferir la existencia de cierto grado de cartelización entre las empresas. Luego, en la sección 4 se realiza una comparación del nivel de las comisiones de las AFJP argentinas con las comisiones existentes en otros servicios financieros y en otros países, tomando en cuenta las implicancias de las distintas formas de percepción de los fondos (por ejemplo, comisiones sobre aportes versus sobre los fondos manejados). En la sección 5 se repasa la literatura económica referida al efecto de la publicidad sobre la competencia y el bienestar, aplicando la misma al caso del mercado de las AFJP en particular, para luego construir un modelo analítico donde se captan las distintas dimensiones de competencia entre AFJP, y se identifican los efectos cruzados existentes (por ejemplo, el efecto de los gastos en comercialización sobre la competencia por menores comisiones). Los detalles técnicos de la solución del modelo se presentan en un apéndice matemático al final del trabajo. Posteriormente, como una forma de indagar sobre los comportamientos que se observan por parte de los aportantes, en la sección 6 se lleva a cabo un análisis empírico de los determinantes de los traspasos de afiliados entre AFJP, considerando tanto la rentabilidad, las comisiones, la magnitud de la propaganda, etc. En forma consistente con las hipótesis desarrolladas en las secciones anteriores, se encuentra que los gastos en comercialización constituyen una variable fundamental para explicar los mismos (en particular, la “productividad” de dicho instrumento para atraer afiliados desde otras AFJP es mayor que la “productividad” de las menores comisiones). A continuación, la sección 7 discute cuáles son las distintas alternativas regulatorias existentes que tienen efecto de primer orden sobre la forma en que compiten las AFJP, identificando sus ventajas y desventajas, y sugiriendo aquella que se considera oportuno explorar en el caso bajo análisis. En la sección 8 se describe en forma sintética las experiencias de

Gran Bretaña y de Chile, recogiendo también el debate allí existente en cuanto a un disconformidad y propuestas de modificaciones regulatorias en relación con las comisiones cobradas por las administradoras de fondos de pensión. El conjunto de lecciones obtenidas, incluyendo los desarrollos realizados en dos apéndices al final del trabajo (sobre la función de costos de las AFJP –que determina el tamaño óptimo de las AFJP estimando la existencia de economías de escala y su desaparición–, y sobre las dificultades y consecuente impropiedad de la comparación entre los costos de administración de los regímenes de capitalización y de reparto del nuevo sistema de capitalización en la Argentina) se resumen en la sección 9 donde se presentan las conclusiones.

2. LAS REGULACIONES EXISTENTES

A los fines de determinar la forma en que compiten las AFJP en la Argentina, deben especificarse con precisión cuáles son los instrumentos y restricciones que enfrentan para ello. A continuación se reproducen párrafos salientes de distintos artículos de la ley 24.241 en relación con el ejercicio del derecho de traspasos, el tipo de producto que pueden ofrecer las AFJP, el trato que deben brindar a los afiliados que no realicen aportes regularmente, las comisiones por el manejo de fondos, y las garantías y destino de rentabilidades obtenidas. Al presente, la reglamentación posterior de estos aspectos que consta en distintas resoluciones de la SAFJP (por ejemplo, Res. 164/95, 768/95, 86/96, 752/96, 779/96, etc.) ha mantenido estas disposiciones inalteradas en su espíritu, procurando solamente evitar la manipulación ilegal de los afiliados.

En relación a la libertad de traspasos entre AFJP:

- Art. 44: “Todo afiliado o beneficiario que cumpla con las normas del art. 45 tiene derecho a cambiar de administradora, para lo cual deberá notificar fehacientemente a aquella en la que se encuentre incorporado y a su empleador en caso de corresponder.”
- Art. 45: “El derecho a traspaso por parte del afiliado o beneficiario se limitará a dos veces por año calendario y se registrará por las

siguientes normas: a) tratándose de afiliados, el traspaso podrá ser efectuado en la medida en que éste registre al menos cuatro meses de aportes en la entidad que abandona; b) tratándose de beneficiarios (salvo por invalidez, quienes no podrán realizar traspasos según el inciso c)), el traspaso podrá ser efectuado siempre que el beneficiario registre al menos cuatro cobros en la entidad que abandona.”

En relación con los servicios que deben prestar:

- Art. 59: “Cada Administradora podrá administrar solamente un fondo de jubilaciones y pensiones, debiendo llevar su propia contabilidad separada de la del respectivo fondo. Las administradoras no podrán formular ofertas complementarias fuera de su objeto, ni podrán acordar sorteos, premios u otras formas que implicaren un medio de captación indebido de afiliaciones.”

Con respecto a la información que deben brindar a sus afiliados:

- Art. 66: “La administradora deberá enviar periódicamente a cada uno de sus afiliados o beneficiarios, a su domicilio, y al menos cada 4 meses, la siguiente información [...]. Esta comunicación podrá suspenderse para todo afiliado que no registre movimientos por aportes, imposiciones voluntarias o depósitos convenidos en su cuenta durante el último período que deba ser informado. No obstante ello, la administradora que suspenda el envío de esta información deberá comunicar al afiliado al menos una vez al año el estado de su cuenta.”

En relación con las comisiones de las AFJP a los afiliados:

- Art. 67: “Las comisiones serán el único ingreso de la administradora por cuenta de sus afiliados y beneficiarios, debiendo contemplar el financiamiento de la totalidad de los servicios, obligaciones y beneficios por los que en definitiva resulte responsable, en favor de los afiliados y beneficiarios a ella incorporados, conforme lo prescribe esta Ley y sus normas reglamentarias [...]. El importe de las comisiones será establecido libre-

mente por cada administradora. Su aplicación será con carácter uniforme para todos sus afiliados o beneficiarios, salvo las situaciones que esta Ley o sus normas reglamentarias prevea.”

- Art. 68, inciso b): “La comisión por la acreditación de los aportes obligatorios sólo podrá establecerse como un porcentaje de la base imponible que le dio origen, como una suma fija por operación o como una combinación de ambos. No se aplicará esta comisión sobre los importes que en virtud de lo establecido en el segundo párrafo del art.9, excedan el máximo fijado en el primer párrafo del mismo artículo” (por ejemplo, opera el límite de 60 AMPOS para computar la base imponible a los efectos de la comisión).²
- Art. 68, inciso d): “Las comisiones por pago de los retiros programados podrán establecerse como un porcentaje mensual sobre el saldo de la cuenta de capitalización individual del beneficiario, como una suma fija o como una combinación de ambos.”³
- Art. 69: “Las administradoras que así lo estimen conveniente podrán introducir un esquema de bonificación a las comisiones establecidas en los incisos b) y d) del artículo 68, el que no podrá admitir discriminaciones para los afiliados o beneficiarios que se encuentren comprendidos en una misma categoría. La definición de estas categorías de afiliados o beneficiarios sólo podrá ser efectuada en atención a la cantidad de meses que registren aportes o retiros en la correspondiente administradora. Las normas reglamentarias establecerán el procedimiento para la determinación de las respectivas categorías. El importe de la bonificación deberá establecerse como un porcentaje de quita sobre el esquema de comisiones vigente, debiendo ser aplicado en forma simultánea al cobro de las respectivas comisiones.”

Finalmente, en relación a las garantías de rentabilidad:

- Art. 86: “Las administradoras serán responsables de que la rentabilidad del respectivo fondo no sea inferior a la rentabilidad mínima del sistema. Esta rentabilidad mínima se determinará en forma mensual. Se define como rentabilidad mínima del sistema al 70% de la rentabilidad promedio del sistema, o la rentabilidad promedio del sistema menos 2%, de ambas la que fuese menor.”
- Art. 87: “Con el objeto de garantizar la rentabilidad mínima a

que se refiere el artículo anterior, existirá para cada fondo de jubilaciones y pensiones un fondo de fluctuaciones que será integrante de aquél.”

- Art. 88: “El fondo de fluctuación se constituirá en forma mensual y siempre que la rentabilidad del fondo fuese positiva. Este se integrará con todo exceso de la rentabilidad del fondo sobre la rentabilidad promedio del sistema incrementada en un 30% o la rentabilidad promedio del sistema incrementada en 2%, de ambas la que fuese mayor. El fondo de fluctuación estará expresado en cuotas del respectivo fondo de jubilaciones y pensiones y su saldo sólo tendrá los siguientes destinos:
 - a) Cubrir la diferencia entre la rentabilidad mínima del sistema definida en el art. 86 y la rentabilidad del fondo, en caso de que esta última resultare menor;
 - b) Incrementar, en la oportunidad que la administradora así lo considere conveniente, la rentabilidad del fondo en un mes determinado siempre que se verifiquen las siguientes condiciones:
 - Luego de la afectación del fondo de fluctuación, el saldo de éste deberá como mínimo representar el 3% del importe del fondo;
 - No se podrá en un mes dado desafectar más del 10% del correspondiente fondo de fluctuación.
 - c) Acreditar obligatoriamente como cuotas adicionales en las cuentas de capitalización individual de los afiliados, según el procedimiento que establezcan las normas reglamentarias, los fondos acumulados que superen por más de 2 años el 5% del valor del fondo de jubilaciones y pensiones.”
- Art. 89: “Las administradoras deberán integrar y mantener en todo momento un activo equivalente por lo menos al 2% del fondo respectivo, el cual se denominará encaje. Este encaje nunca podrá ser inferior a los \$ 3 millones y tendrá por objeto responder a los requisitos de rentabilidad mínima a que se refiere el art. 86.”

En síntesis, las AFJP deben:

- i) respetar la libertad de traspaso de los afiliados y beneficiarios;
- ii) ofrecer un único producto (por ejemplo, un único fondo de jubilaciones y pensiones);
- iii) informar a los afiliados que realicen aportes irregularmente y en

forma incompletas del mismo modo que a aquellos que lo hacen regularmente, y al menos con un tercio de la frecuencia usual a quienes no realizaran nuevos aportes;

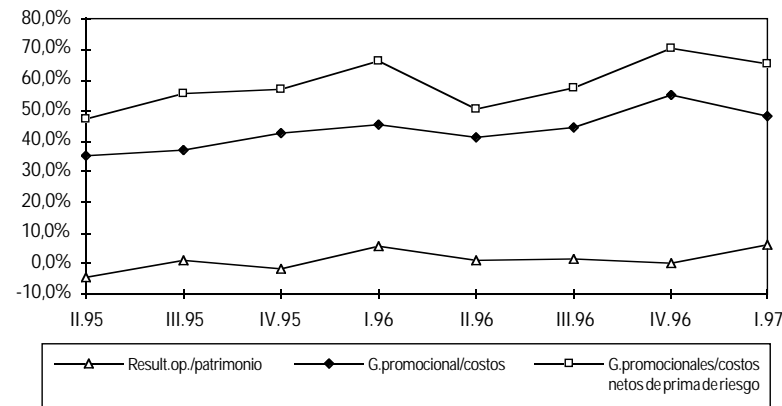
- iv) cobrar comisiones sobre los ingresos sujetos a aporte (incluyendo un cargo fijo, eventualmente), de manera no discriminatoria (salvo bonificaciones por permanencia); y
- v) garantizar una rentabilidad mínima con fondos propios, debiendo reservar además las rentabilidades extraordinarias de las inversiones para cubrir eventuales diferencias con la rentabilidad promedio del sistema.

3. EVOLUCIÓN DEL SECTOR

La información básica (trimestral) que permite caracterizar la evolución del sector se presenta en el cuadro anexo 1 al final del trabajo. Las conclusiones que se obtienen a partir de allí son las siguientes:

- Hasta fines de 1996, la rentabilidad operativa trimestral del sistema en relación con el patrimonio neto muestra una tendencia creciente, pasando de valores altamente negativos (-4,6% en II.95) a valores levemente positivos (1,7% en III.96 y 0% en IV.96). Las altas tasas de rentabilidad trimestral en I.96 y I.97 son estacionales debido al efecto del pago de aguinaldo que impacta en mayor medida sobre sus ingresos que sobre sus costos. Como forma de evitar esta estacionalidad, pueden compararse las rentabilidades acumuladas anuales en los períodos (de 12 meses) II.95-I.96 y II.96-I.97 que alcanzan (sobre el patrimonio neto al final de los mismos) 0,6% y 8,6%, respectivamente. Puesto que se obviaron los ingresos y egresos no operativos, siendo los segundos consistentemente mayores que los primeros, estos guarismos denotan las rentabilidades máximas computables a partir de la operatoria normal de las AFJP. (Ver figura 1.)
- Asimismo, el cuadro a continuación presenta la evolución de los índices de concentración de acuerdo al índice Herfindahl-Hirschman (resultante de sumar los cuadrados de las participaciones relativas de cada AFJP sobre el total, tanto de la recauda-

FIGURA 1
RENTABILIDAD Y GASTOS PROMOCIONALES



ción como de los aportantes al sistema, de forma tal que si hubiese una única empresa el índice sería igual a 1, mientras que si hubiese solamente 4 empresas iguales, el índice sería 0,25, etc.). Como se observa allí, la concentración ha crecido levemente durante los últimos dos años, aún cuando el nivel del índice es muy bajo (por ejemplo, el grado de concentración es menor), y en particular es menor al que caracteriza al caso chileno como se verá más adelante.

CUADRO 1
ÍNDICES DE CONCENTRACIÓN

	III.95	IV.95	I.96	II.96	III.96	IV.96	I.97
HHI en aportantes	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,12
HHI en recaudación	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,12

- En la Figura 1 también se puede observar que durante los dos últimos años (del II.95 al I.97), los gastos en promoción (incluyendo salarios al personal de ventas junto con los gastos comerciales) aumentaron su participación desde el 35% hasta el 48% del total de los egresos operativos, por ejemplo, en un 35% aproximadamente. Si se consideran como base de cálculo los egresos

operativos netos del pago de primas de seguro de vida, naturalmente la participación de los gastos promocionales aumenta, mostrando también una evolución creciente desde aproximadamente el 48% hasta el 65%, por ejemplo, también un 35%.

- El gasto promocional, tanto por afiliado como por aportante, ha permanecido relativamente estable al comparar los extremos de dicho período, aunque la tendencia levemente decreciente en 1995 se revirtió fuertemente durante 1996 para mostrar finalmente una nueva reducción en el primer trimestre de 1997. Ver figura 2.
- Las series anteriores para el período III.94-I.95 no han sido publicadas en las memorias de la SAFJP. Aparentemente, siguiendo un razonamiento lógico simple, los gastos en comercialización debieron ser inicialmente mayores, siendo los guarismos de la figura 2 una continuación de dicha tendencia. Un indicador en ese sentido se obtiene al observar la evolución del total de promotores en relación con los aportantes y afiliados al sistema. Puesto que la relación entre el gasto comercial y el número de promotores se mantuvo relativamente –en cuanto a la tendencia– constante entre II.95 y I.97 (véase figura 2), puede suponerse que también lo fue durante los dos trimestres anteriores, y entonces la evolución en la figura 3 de la relación promotor/afiliado y

promotor/afortante ilustra la fuerte reducción en la participación del gasto en comercialización durante el primer semestre de operación, y el posterior incremento paulatino en la misma.

- En lo que se refiere a la evolución de las comisiones netas del costo del seguro por muerte e invalidez, la figura 4 muestra el

FIGURA 3
PROMOTORES POR AFILIADO Y POR APORTANTE

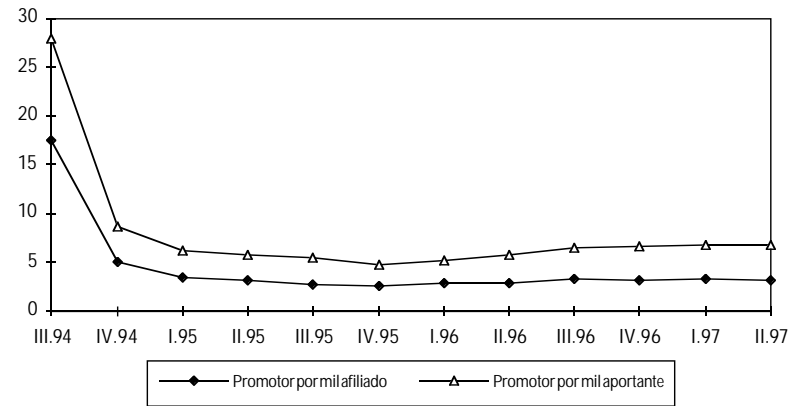


FIGURA 2
GASTOS PROMOCIONALES EN RELACIÓN CON AFILIADOS, APORTANTES Y PROMOTORES (\$ CORRIENTES)

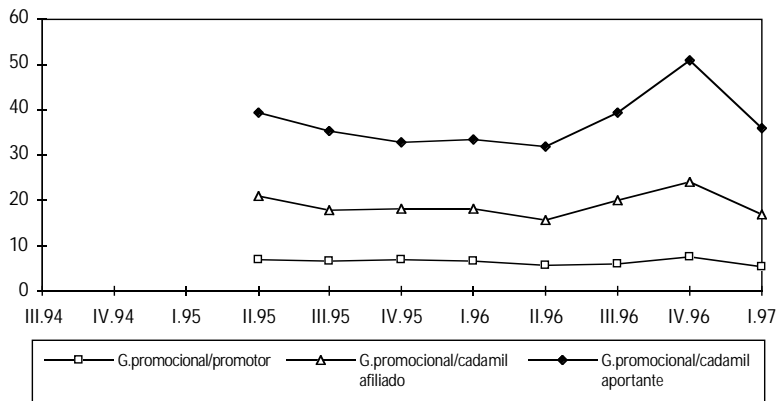
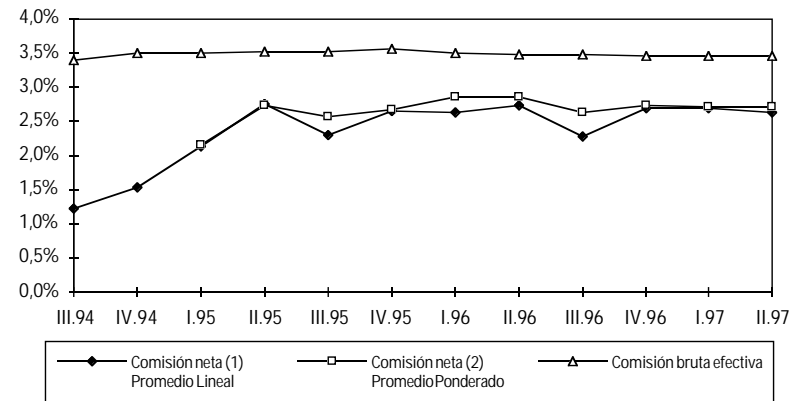


FIGURA 4
COMISIONES COMO PORCENTAJE DEL SALARIO DEL APORTANTE, BRUTAS Y NETAS



fuerte incremento producido durante el primer año de operación del nuevo sistema previsional (III.94 al II.95), pasando de 1,23% promedio (lineal) a 2,8%, momento a partir del cual dicho valor se estabiliza (siendo aproximadamente 2,7% durante 1997). Como se observa en la misma figura 4, dicha evolución en la comisión neta promedio (lineal) es el resultado casi exclusivo de la evolución del costo del seguro, ya que la comisión bruta efectiva promedio permaneció casi invariante durante todo el período, con un leve incremento (0,16% del salario medio aportado) hasta fines de 1995 y una leve reducción a partir de allí (-0,1% del salario).⁴ Por otra parte, si se computa la recaudación neta de los costos del seguro de invalidez y muerte por afiliado y aportante en cada trimestre, los datos del cuadro 1 permiten observar que en el primer caso los valores han permanecido relativamente constantes durante los últimos dos años en torno a los \$ 35, mientras que en el segundo caso se han incrementado levemente hasta alcanzar \$ 72 trimestrales, aproximadamente.

- Si dichas comisiones netas se “corrigen” (por ejemplo, se multiplican) por la evolución de la relación aportantes/afiliados, de forma tal que se compute el hecho de que los ingresos por la comisión provienen de los aportantes pero cubren costos vinculados a los afiliados (por ejemplo, los afiliados que no realizan aportes también reciben información sobre sus cuentas—aunque con menor frecuencia— y tienen sus fondos administrados de la misma forma que los afiliados aportantes), el fuerte incremento inicial observado hasta II.95 en la figura 4 se suaviza levemente, ya que como se observa en la figura 6, la relación aportantes/afiliados tuvo una tendencia fuertemente decreciente durante el primer año (de 62% en III.94 a 53% en II.95, por ejemplo, una reducción del 15%), estabilizándose en un nivel levemente superior al 50% durante los dos años siguientes. Ver figura 5.
- Por último, la figura 7 permite observar que a medida que madura el funcionamiento del sistema los gastos en comercialización han tendido a incrementar su productividad en atraer nuevos afiliados que antes aportaban a otras AFJP más que a atraer afiliados al sistema. Esto es así por cuanto se observa un nivel creciente de traspasos como porcentaje de afiliados (desde aproximadamente un 1% promedio por trimestre durante el primer año a partir de la reforma previsional hasta aproximadamente un 3,4% por trimestre al presente), mientras que el número total

FIGURA 5
COMISIONES NETAS “CORREGIDAS” POR RELACIÓN
APORTANTE/AFILIADO

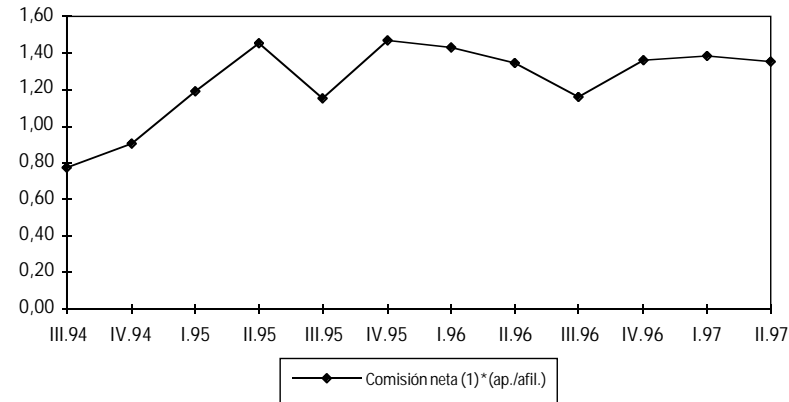
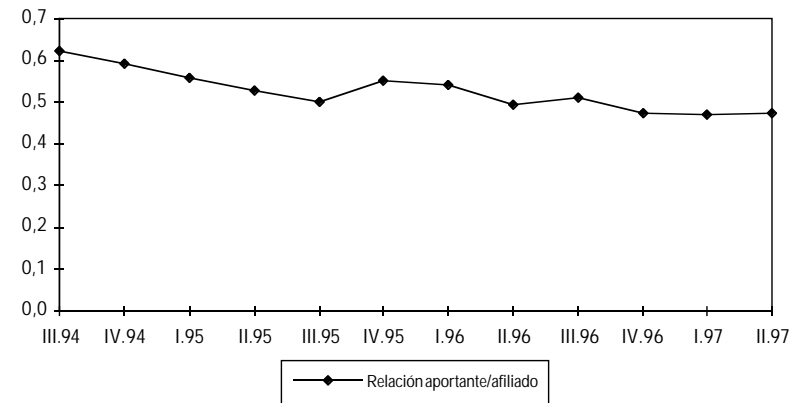


FIGURA 6
RELACIÓN APORTANTE/AFILIADO

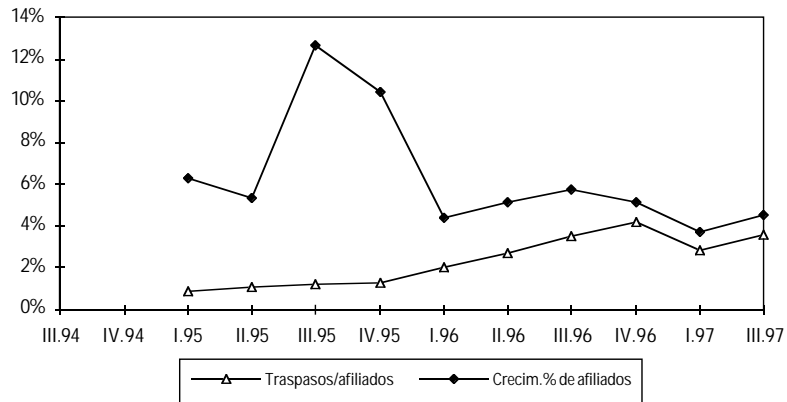


de afiliados ha crecido a una tasa decreciente (aun cuando al presente continúa siendo superior; la tasa de crecimiento en IV.94 fue de 50% y su exclusión en la figura 7 tiene por objeto permitir una mejor comparabilidad de los datos posteriores).⁵

En síntesis, la evolución de las AFJP no induce a concluir que exista cartelización o falta de competencia entre ellas dada la baja

FIGURA 7

TRASPASOS Y NUEVOS AFILIADOS EN EL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN



rentabilidad promedio (anual) de las empresas participantes (e inclusive el bajo grado de concentración industrial, indicador que de todas formas siempre es relativo), así como tampoco resulta alarmante el incremento en el nivel de las comisiones netas, puesto que el mismo se concentró en el primer año de operación del régimen de capitalización, período en el cual fue acompañado por una fuerte reducción en la relación aportante/afiliado y (al menos durante II.96) con rentabilidades operativas negativas. Puesto que el primer año no puede considerarse “de equilibrio” en función de las necesarias inversiones que deben realizar las AFJP para establecerse en el mercado y/o de los posibles errores de predicción inicial sobre la magnitud y forma en que funcionaría el mismo, no puede suponerse tampoco que las comisiones brutas iniciales lo fuesen, y por ende que las mismas debieran seguir linealmente a la evolución del costo del seguro. Además, al ser un sector donde existen inversiones que maduran durante un largo período, es perfectamente posible que las comisiones iniciales fuesen “introductorias”, por ejemplo, inferiores al costo con el fin de atraer clientes (tal como ocurre con cualquier inversión, inclusive el gasto en propaganda o comercialización). Por último, aun sin considerar estos argumentos, el incremento en las comisiones netas es perfectamente compatible con un mercado fuertemente competitivo, ya que la competencia ha tendido a privilegiar la incorporación de aportantes antes pertene-

cientes a otras AFJP (traspasos) en vez de la reducción de comisiones (sin que ello demuestre necesariamente, como se discute en la sección 5, que el gasto en promoción sea excesivo desde el punto de vista social).

Aun si la evolución de las comisiones no hace evidente la existencia de un problema en el funcionamiento del mercado de las AFJP, es posible que el nivel de las mismas sí indique razones de preocupación. Este aspecto se analiza a continuación.

4. EVALUACIÓN “DE CORTE TRANSVERSAL” DE LAS COMISIONES DE LAS AFJP

Otra forma de evaluar el nivel de las comisiones netas de las AFJP consiste en realizar comparaciones “de corte transversal”, es decir, considerar si el servicio prestado por las AFJP resulta al presente relativamente caro o barato en relación con el costo de servicios comparables.

Una primera comparación, sumamente defectuosa como se discute en breve, consiste en comparar este servicio con otros servicios públicos. En ese sentido, según datos agregados del cuadro 1, la comisión neta promedio por afiliado (obtenida dividiendo el total de ingresos operativos netos del costo del seguro de vida e invalidez por el número de afiliados), se aproxima a \$ 12 por mes en el primer trimestre de 1997. Si el cómputo se realiza por aportante, entonces dicha comisión promedio se duplica. El servicio se compara desfavorablemente con el de agua potable y desagües cloacales en Buenos Aires (cuya factura promedio bimestral es de \$ 14), pero resulta “razonable” si se lo compara con las facturas mensuales promedio de los servicios de teléfonos, gas, energía eléctrica y televisión por cable, que se aproximan a \$ 45 (cada uno). Naturalmente, la dificultad de dicha comparación radica en la característica diferencial de los servicios considerados. Salvo el servicio de televisión por cable, el resto constituyen (a nivel del usuario residencial) monopolios naturales que no deben competir por el mercado, lo que reduce sus costos de ventas. En general (por ejemplo, excepto el agua, en la práctica), el no pago habilita al corte del servicio. Por otra parte, en sentido inverso, se trata de servicios con al-

tos costos hundidos, cuyas tarifas deben permitir recuperar las inversiones realizadas. Vale decir, es muy difícil obtener cualquier tipo de conclusión a partir de estas magnitudes.

Una comparación alternativa inmediata surge con el mercado financiero, aunque aquí la dificultad radica en que en dicho mercado las tarifas del servicio se vinculan con el stock de montos administrados en vez de ser sobre los flujos de aportes como en las AFJP. Por ejemplo, el “spread” financiero es un indicador del costo de intermediación bancario por el manejo de los fondos invertidos. Allí se observa que dicho “spread” (computado como la diferencia entre la tasa activa del Banco Nación para préstamos comerciales a empresas de primera línea en dólares y la tasa de plazos fijos en la misma moneda, ambos a 30 días) es al presente⁶ igual a 4,35% anual (tomando el promedio de los bancos privados extranjero, dicho “spread” es de 5,5%). Suponiendo que solamente el 10% de los costos financieros corresponden a la administración de los depósitos (costo también incurrido por las AFJP), y que el resto de los costos relacionados con las inversiones y préstamos bancarios (por ejemplo, la selección y recupero de los préstamos, encaje, etc., donde se incluye el riesgo de que el crédito sea incobrable), en el caso de las AFJP, son sólo el 20% de los correspondientes costos en el sistema financiero, entonces solamente el 28% del *spread* puede asignarse a costos similares a los incurridos por las AFJP (por ejemplo, 10% + 20%*90%). En consecuencia, suponiendo que el sistema financiero tuviese costos semejantes a los de las AFJP en la administración de los depósitos, la “comisión” implícita anual en las colocaciones financieras a 30 días estaría entre 1,2 % y 1,5% de los depósitos (por ejemplo, el 28% de los márgenes observados.⁷

Cabe observar que los servicios en el sistema financiero deben cobrarse sobre los stocks debido a que allí no existe el concepto de flujo: los ahorristas colocan stocks en distintos momentos y por distintos montos que no tienen vinculación necesaria entre sí. En cambio, en las AFJP sí existe ese vínculo entre flujos y stocks, y puesto que los costos están mucho más vinculados con los flujos que con los stocks, resulta más eficiente cobrar sobre aportes que sobre el fondo acumulado; si las AFJP cobraran sobre stocks, recibirían menores ingresos al comienzo del sistema porque la magnitud de los fondos sería pequeña, lo que reduciría el número de empresas y la competencia, consecuentemente permitiendo comisiones menos competitivas. También, la propensión a competir atrayendo nuevos afiliados pro-

venientes de otras AFJP sería mayor, ya que éstos vendrían con stocks acumulados mayores y resultarían por ello más rentables.

Otro punto de referencia, más cercano que los anteriores en cuanto al tipo de servicio provisto, es el de los “pension funds” norteamericanos (PFN), en los cuales la base para el cobro del servicio es el nivel de los fondos manejados (y también, en el 56% de los casos, sobre aportes; ver Towers Perrin/Marcú y Asociados). Dejando de lado las comisiones sobre aportes, según el estudio de Towers Perrin/Marcú y Asociados, basado en una muestra con más de 800 PFN, la comisión promedio anual sobre los fondos acumulados en los Estados Unidos es de 1,28%.

Ahora bien, con el fin de comparar una comisión neta promedio sobre aportes del 26,6% en el régimen de capitalización del sistema previsional argentino (resultado de aplicar el 2,7% de comisión sobre ingresos en 1997 al 10,15% de los mismos, que representa el porcentaje de aportes netos del costo del seguro respecto del ingreso) con las comisiones aproximadas de 1,3% sobre los fondos administrados tanto en los PFN como en los plazos fijos de la Argentina, es necesario tener en cuenta la magnitud relativa de dichos fondos en relación con los aportes (función de la tasa de rendimiento a la que los mismos se acumulan y del período durante el cual ello ocurre). Naturalmente, si el número de años de aportes considerados o la tasa de rendimiento de los mismos son bajos, entonces las comisiones sobre los fondos resultan inferiores (en pesos) a las comisiones sobre aportes.⁸

Un cálculo actuarial permite comparar los costos en ambos sistemas para distintas combinaciones entre el número de años con aportes, la tasa de rendimiento de los mismos y el perfil de ingresos a lo largo del tiempo. En ese sentido, el cuadro 2 representa la relación entre los fondos acumulados en los PFN, producto de capitalizar aportes netos de una comisión del 1,3% sobre el saldo acumulado, y los fondos acumulados en las AFJP, producto de la capitalización de aportes netos de una comisión del 24% sobre dichas contribuciones (producto de sustraer 2,6% promedio de las comisiones sobre los aportes en los PFN –ver Towers Perrin/Marcú y Asociados– al 26,6% de comisión promedio de las AFJP en la Argentina con el fin de sustraer una comisión homogénea en ambos sistemas que por lo tanto no afecta la comparación).⁹ Como se observa allí, al aumentar a) la tasa de interés a la que se capitalizan los fondos y b) el número de años con aportes, el sistema de comi-

siones sobre aportes de las AFJP pasa a ser más barato en relación con el sistema de comisiones sobre fondos acumulados de los PFN. Por ejemplo, si se realizan aportes por 30 años y los mismos (netos de las comisiones) se capitalizan a una tasa anual del 11%, entonces el fondo acumulado con una comisión del 1,3% sobre el fondo acumulado es un 1% menor al correspondiente fondo acumulado con una comisión del 24% sobre los aportes.

CUADRO 2
FONDOS ACUMULADOS AL FINAL DEL PERÍODO CON COMISIONES
DE 1,3% SOBRE FONDOS ACUMULADOS EN RELACIÓN
CON COMISIONES DEL 24% SOBRE APORTES

Ingreso constante años de aporte	Tasa de rendimiento anual		
	% 5	% 8	%11
10 años	122	122	121
20 años	113	111	110
30 años	103	101	99
40 años	94	90	88

Debe notarse, sin embargo, que las cifras del cuadro anterior son válidas ante distintos niveles de los aportes realizados siempre y cuando los mismos sean constantes en el tiempo. Si, en cambio, los aportes fuesen crecientes en el tiempo, ello equivaldría a menores montos acumulados en diferentes momentos y por ende también significaría un menor costo (relativo) para el mecanismo de comisiones sobre fondos. En el cuadro 3 se introduce como modificación una evolución creciente del ingreso: el ingreso total permanece constante pero crece un 25% al inicio de cada década de forma tal que su comparación con los valores del cuadro anterior permite verificar esta afirmación, y permite observar que la relación entre los fondos acumulados en los PFN y los acumulados en las AFJP aumenta para todas las tasas de interés y para las distintas alternativas de años aportados. En particular, en los casos contemplados en el cuadro siempre son más baratos los PFN (eventualmente son iguales a las AFJP, para 40 años de aportes y una tasa de capitalización del 11%).

En definitiva, entendiendo el sistema en su conjunto y sin juz-

CUADRO 3
FONDOS ACUMULADOS AL FINAL DEL PERÍODO CON COMISIONES
DE 1,3% SOBRE FONDOS ACUMULADOS EN RELACIÓN
CON COMISIONES DEL 24% SOBRE APORTES

Ingreso creciente años de aporte	Tasa de rendimiento anual		
	% 5	% 8	%11
10 años	123	122	122
20 años	118	117	116
30 años	110	109	108
40 años	102	101	100

gar los subsidios cruzados entre distintos afiliados con distinto número de años de aporte y distinta evolución del ingreso, las comisiones cobradas por las AFJP en la Argentina pueden resultar levemente superiores a las vigentes en los Estados Unidos (ello obedece a que el número promedio de años de aportes se aproxima a 30, con tasas de rendimiento que deberían oscilar entre el 5% y el 8% en el largo plazo, y con ingresos que llegan a duplicarse a lo largo de la vida laboral activa).¹⁰

Otras comparaciones alternativas se obtienen al analizar las experiencias de Gran Bretaña y Chile. En el primer caso, un estudio de *Money Management* (1996) ha estimado que el porcentaje del valor del fondo que es absorbido por las comisiones de los fondos de pensión (incluyendo el costo del seguro de vida) se aproxima a 20% a los 25 años, y al 22% a los 30 años (la tasa de interés anual a la que se supone se acumulan dichos fondos es del 9%). Estas cifras efectivamente son elevadas, incluso al compararse con las vigentes en la Argentina, donde suponiendo la misma tasa de interés de 9%, y considerando una comisión bruta efectiva de 31,36% del monto aportado (obtenida a partir de dividir la comisión sobre ingresos promedio lineal del sistema, 3,45%, por la fracción del ingreso sujeto a aportes, 0,11), dichos porcentajes resultan ser 13,5% y 10%, aproximadamente. Nuevamente aquí, como las comisiones en Gran Bretaña se aplican sobre los fondos acumulados, al incrementarse la tasa de interés considerada, el costo efectivo del sistema argentino pasa a ser relativamente mayor. De todas formas, las diferencias según este cómputo son suficientemente grandes como

para poder concluir con razonable certeza que el nivel de las comisiones de los fondos de pensión de Gran Bretaña es superior al de las comisiones de las AFJP argentinas.

En el caso chileno las comisiones se aplican sobre los aportes como en el caso argentino, facilitando la comparación. En ese sentido, el nivel de las comisiones brutas en Chile ronda el 3% del ingreso sujeto a aportes (inferior al 3,45% de la Argentina), mientras que si se sustrae el costo del seguro para computar las comisiones netas la comisión neta promedio chilena se aproxima a 2,35% del ingreso sujeto a aportes.¹¹ Aun cuando existen diferencias entre las prestaciones de ambos sistemas (incluyendo la garantía de rentabilidad en el caso argentino, que en parte se refleja en los mayores costos por el encaje del 2% de los fondos en la Argentina comparado con encajes del 1% en Chile), las comisiones en dicho país son al presente inferiores a las vigentes en la Argentina (como se verá al describir en mayor detalle el caso chileno, si se comparan las comisiones netas del costo del seguro en ambos países al mismo momento de maduración de cada sistema, la situación presente en la Argentina es levemente mejor a la que se verificaba en Chile hasta mediados de los años '80).

Por último, hay dos consideraciones finales que ayudan a poner en perspectiva el tema. La primera es de carácter conceptual, y surge de notar que la regulación prohíbe que las AFJP aprovechen las economías de alcance que puedan existir (operando en locales de bancos, introduciendo otros productos, etc.), cuya existencia queda demostrada por la propia prohibición para su aprovechamiento (la que sería innecesaria en caso contrario) y al mismo tiempo se critica al sector por sus altos costos. Al respecto debe notarse la inconsistencia del planteo, ya que si bien las restricciones a la diversificación son atendibles en función de la visibilidad, libertad de entrada y comparabilidad de la operatoria del sector, no es apropiado reclamar la obtención de las ventajas de costos que las mismas prohíben obtener. La segunda observación es de carácter cuantitativo, y se refiere a que si las comisiones netas del seguro en la Argentina disminuyeran a la mitad, el fondo acumulado al momento del retiro aumentaría un 16%, independientemente de la tasa de interés y del número de años aportados. Vale decir, diferencias significativas en los costos administrativos generan diferencias relativamente menores en las prestaciones netas recibidas por los aportantes, y en consecuencia, las diferencias en la eficiencia del manejo de los fondos

resulta crucial (por ejemplo, una diferencia del 3% en la tasa de capitalización, desde 5% hasta 8% anual, representa un incremento en el fondo acumulado en 30 años de aporte en torno al 70%).

5. LA PUBLICIDAD EN EL ANÁLISIS ECONÓMICO: UN MODELO ANALÍTICO SOBRE LA COMPETENCIA ENTRE LAS AFJP

El análisis económico de la publicidad

El modelo de competencia perfecta que usualmente se utiliza en los libros de texto no pretende explicar la forma en que operan los diferentes mercados, sino que utiliza una serie de supuestos para simplificar el esquema de análisis y demostrar que una gran cantidad de agentes económicos, tomando decisiones en forma descentralizada, llegan a un equilibrio entre oferta y demanda. Entre los supuestos que se realizan para simplificar la realidad es importante para este trabajo la inexistencia de costos de información y transacción.

En el mundo real existen costos de transacción e información. En general, los consumidores no pueden determinar en forma exacta la calidad de los bienes que ofrecen diferentes empresas competidoras, deben incurrir en costos de búsqueda para conocer las condiciones de venta de los productos, etcétera. Por su parte, las firmas utilizan diferentes mecanismos para poder transmitir información sobre sus productos a los consumidores.

Debe señalarse que cuanto mayor es la cantidad de firmas que operan en el mercado, los costos de información que debe enfrentar el consumidor aumentan porque debe decidir no sólo qué producto comprar, sino a qué empresa se lo adquiere. Una oferta más competitiva tiene la ventaja de moderar los problemas que generaría la presencia de un monopolista, pero al costo de generar, a veces, duplicación de gastos para poder sortear los mayores costos de información.

Al evaluar el comportamiento de un mercado en particular desde el punto de vista de la política pública debe tenerse presente que el punto de referencia no puede ser el mercado competitivo del libro de texto, porque es imposible alcanzar ese resultado.

Dentro del análisis económico, el rol de la publicidad ha sido abundantemente estudiado, aun cuando ello no significa que se haya alcanzado un grado de consenso estricto sobre sus ventajas y desventajas. En parte, ello se debe a la consideración de distintos contextos de mercado (por ejemplo, el número de empresas, las características de los productos, en presencia de barreras al ingreso o egreso de empresas, etc.). Así, considerando la competencia entre empresas establecidas que ofrecen contratos de largo plazo a sus clientes, por ejemplo, la propaganda puede servir para transmitir información sobre la voluntad de las empresas de permanecer en el mercado en el futuro, explotando una reputación de sus accionistas en tal sentido. Esta explicación de la propaganda adquiere mayor relevancia cuanto más difícil es cambiar de producto para el consumidor (por ejemplo, cuando son mayores los “switching costs”).

Si, en cambio, se considera el efecto de la propaganda sobre la facilidad de entrada de nuevos competidores al mercado, se ha interpretado que la publicidad por parte de las empresas establecidas puede constituir una decisión estratégica para reducir el atractivo a la entrada de otras empresas,¹² pero también se ha destacado que la publicidad puede tener características procompetitivas porque en su ausencia los consumidores sólo pueden tomar como referencia la reputación de las firmas que existe sólo para las empresas instaladas (Demsetz [1982]). Además, existe alguna evidencia de que puede facilitar la entrada a los mercados (Hirschey [1981]).

La postura más crítica sobre la propaganda consiste en argumentar que, aun sin que sirva para limitar la entrada de nuevos competidores, es posible que tenga por objetivo persuadir y confundir a los consumidores (particularmente cuando la información se provee a nivel nacional, por medio de la televisión, brindando poca información más allá de la existencia del producto), reduciendo la competencia vía menores precios (Stiglitz [1989]). El problema con este argumento es que no logra explicar por qué no aparece alguna empresa que ofrezca alguna alternativa que los consumidores valoren (además, la competencia entre marcas limita la posibilidad de engañar a los consumidores ya que las otras firmas tienen un incentivo a “denunciar” que el producto ofrecido por la empresa que gana mercado utilizando publicidad no informativa no tiene las características señaladas).

Por otra parte, cuando la propaganda provee información sobre las características del producto (además de su existencia), los efec-

tos sobre la competencia tienden a ser positivos.¹³ En efecto, Tirole (1988), capítulo 7, presenta los modelos de Butters (1977) y (una versión simplificada de) Grossman y Shapiro (1984), el primero referido a un mercado donde existe libertad de entrada para competir en la venta de un producto homogéneo cuya existencia y precio debe informarse a los consumidores, y el segundo referido a un mercado oligopólico, con un número fijo de empresas que ofrecen productos diferenciados, con el fin de determinar si en el equilibrio existe demasiada o insuficiente propaganda (evaluada desde el punto de vista social, por ejemplo, tal como resultaría si un planificador central, con toda la información disponible y los objetivos correctos, decidiera al respecto). La conclusión que se obtiene en el primer modelo es que el nivel de propaganda en el equilibrio coincide con el óptimo social. Las conclusiones que se obtienen en el segundo modelo son que i) el precio de equilibrio es mayor que el que existiría si hubiese información completa por parte de los consumidores (porque al ser menor la información disponible por los consumidores se reduce la elasticidad-precio de la demanda que enfrenta cada empresa), ii) el nivel de la propaganda aumenta al disminuir su costo y al aumentar el grado de diferenciación de los productos, iii) los beneficios de las empresas aumentan al aumentar el costo unitario de la propaganda (porque ello genera una reducción en el nivel de propaganda que permite una mayor “diferenciación informativa” del producto, por ejemplo, los productos son menos competitivos entre sí simplemente porque los consumidores no están alerta sobre la existencia de ambos, reduciendo la elasticidad-precio de las demandas de cada empresa),¹⁴ y iv) el nivel de propaganda puede ser insuficiente o excesivo respecto del óptimo social (que supone información completa para su cómputo, porque por un lado las empresas no se pueden apropiar de todo el superávit social, mientras que por otro lado tienen incentivos a “robar” un consumidor de la otra empresa aun cuando la ganancia social es menor, ya que incluye la pérdida de beneficios de su competidora).

Extensiones al mercado de las AFJP

Las AFJP tienen distintos instrumentos para competir entre sí, y en la medida en que la productividad (privada) de uno de ellos es muy alta, dicha competencia tiende a privilegiar este aspecto en des-

medro de otros. En particular, la competencia vía promoción de ventas puede superar a la competencia vía comisiones cuando la facilidad de conseguir nuevos afiliados con el primer instrumento es suficientemente alta en relación con la efectividad del segundo. Puesto que en el agregado los nuevos afiliados provienen tanto de nuevas incorporaciones al sistema previsional, de traspasos desde el régimen público al régimen de capitalización, como de otras AFJP (traspasos), la productividad social de esta práctica es difícil de evaluar, y en principio es indeterminada. En particular, en función de que esa misma facilidad de realizar traspasos genera información que introduce competencia en el sistema y acentúa la necesidad de competir vía precios, puesto que se incrementa la elasticidad-precio de las demandas que enfrentan cada una de las AFJP.

Por otra parte, las asimetrías informativas y el consecuente rol de la propaganda como forma de transmitir información sobre calidad se potencian por varias razones: a) la mayor parte de los aportantes “consume” el servicio luego de transcurridas varias décadas desde el momento en que comenzó a aportar al sistema de capitalización; b) existen varias dimensiones sobre las características del servicio ofrecido que son de interés para el aportante pero difíciles de observar (la comisión, el rendimiento futuro del fondo y la solvencia de la entidad).

La “calidad” del servicio ofrecido por una AFJP es difícil de determinar en el intercambio mensual entre el afiliado y la empresa.¹⁵ Por lo tanto, si bien la estructura de comisiones puede ser claramente visible para el aportante, el precio corregido por calidad es por definición incierto. Debe notarse que la obligatoriedad de diversificar la cartera de inversiones y la garantía de un retorno no inferior al 80% del promedio del sistema, ayudan a moderar la incertidumbre, pero todavía subsiste un rango importante de variación.

Existen diversos mecanismos para poder transmitir información a los consumidores sobre la calidad de un producto. Lo importante es recordar que la calidad no es gratuita y que quien ofrece un producto mejor tiene que recibir una compensación por ello. Además, y esto es particularmente destacado en la literatura moderna sobre organización industrial, debe tener algo que perder si engaña al consumidor y viola su compromiso de calidad.

Dentro de las alternativas discutidas en la literatura se destacan las siguientes:¹⁶ a) realizar un compromiso público acerca de la calidad, pero esto exige que el pillaje sea fácilmente comprobable y

que el fraude tenga una penalización adecuada, lo cual excluye esta alternativa de las relevantes; b) explotar la reputación de la firma entendida como el valor actual de los ingresos futuros que pierde al conocerse que ha violado el compromiso de calidad; c) utilizar certificados de calidad emitidos por terceros; d) interpretar los precios como señal de la calidad ofrecida; y e) establecer territorios exclusivos de venta u otras restricciones verticales.

Todas las alternativas mencionadas tienen problemas.¹⁷ La reputación necesita que los consumidores engañados tengan un incentivo a reducir sus compras, pero esta motivación no es totalmente efectiva porque la penalización tiene algunas características de bien público (cada consumidor no contempla dentro de sus decisiones que lo que él haga provee información a los otros consumidores). Además, como la reputación debe ser pagada, el precio resulta mayor al costo marginal. La entrada de nuevas firmas haría disipar la renta de la reputación, a menos que se instrumente como una inversión hundida (por ejemplo, que las firmas entrantes solo puedan colocar sus productos en el mercado a un precio rentable luego de adquirir dicha reputación, incurrir en un costo que ya fue enfrentado por la empresa establecida que construyó dicha reputación).¹⁸ Nótese que un efecto similar a la reputación se obtiene “hundiendo” gastos en publicidad (“no informativa”), aunque esta interpretación ha sido criticada por algunos autores argumentando que dichos gastos podrían ser reemplazados por otros que tuvieran un mayor valor para los consumidores (Stiglitz [1989]).

Los certificados de calidad emitidos por terceros tienen el problema de que el certificante sea confiable (debe tener reputación lo cual reproduce el caso anterior). En el mercado de AFJP existe una suerte de estandarización del producto que procura acotar la variabilidad del retorno vía límites que impone la ley al regulador, y este último puede penalizar a las AFJP (lo cual puede interpretarse como una suerte de reducción en el valor del certificado de calidad). Claramente, existen límites a lo que puede lograrse vía esta alternativa. Una mayor estandarización reduciría los incentivos a competir vía el retorno de los fondos, al tiempo que el regulador carece de información perfecta para poder otorgar “certificados de calidad” suficientemente confiables.

Los precios como señal de calidad también tienen problemas. Por un lado, una empresa que ofrece sus productos durante un tiempo por debajo de los costos da una señal de que sus objetivos

son a largo plazo, porque es la única forma que tiene de recuperar las pérdidas realizadas por vender debajo del costo. Por otro lado, quienes ofrecen productos al precio promedio de todas las calidades disponibles en el mercado pueden estar emitiendo una señal de que los mismos son de baja calidad (el problema de la selección adversa) ya que a ese valor promedio no existen incentivos a proveer los bienes de alta calidad por la imposibilidad de recuperar los costos (Akerlof [1970]). En este caso, ofrecer a un precio “bajo” es una señal de que el producto es de baja calidad.

Finalmente, al analizar la relación de control vertical entre un fabricante y sus distribuidores, los territorios exclusivos de venta han sido apuntados como un instrumento para evitar que estos últimos actúen oportunísticamente entre ellos respecto de las inversiones necesarias para informar acerca de la calidad de los productos (por ejemplo, cada distribuidor tiene incentivos para no invertir, lo cual le permite ofrecer un precio menor por el mismo producto, esperando que el consumidor obtenga la información sobre calidad en el distribuidor que sí incurrió en el costo de invertir en la provisión de la información). Por lo tanto, el fabricante que introduce territorios exclusivos de venta procura evitar que entre los distribuidores se quiten consumidores uno con otro, generando la renta necesaria para alentar a todos ellos a que realicen las inversiones necesarias, internalizando sus beneficios. Existe cierta similitud entre este razonamiento y una eventual restricción de los traspasos entre AFJP, interpretando al Estado (personificado por la Secretaría de Seguridad Social) en el rol del fabricante y a las AFJP en el rol de las distribuidoras (por ejemplo, la Secretaría tiene como función optimizar las prestaciones del sistema previsional, para lo cual se vale de las AFJP). Pero para que un territorio exclusivo de venta sea razonable se necesita que se cumplan varias condiciones: i) que al fabricante le cueste más caro hacer él mismo la inversión necesaria para proveer la calidad u otros atributos del bien (por ejemplo, informar sobre sus características), ii) que lo que se gana por hacer que la inversión la hagan los distribuidores supere a lo que puede perderse por limitar la competencia entre ellos, y iii) que no existan otras alternativas de menor costo para lograr el mismo objetivo. En el caso de las AFJP el problema es que la Secretaría de Seguridad Social tiene una mayor desventaja en términos de información que seguramente la que existe entre un fabricante y los distribuidores de su producto, dificultando la provisión central de información fidedigna; por otra

parte, si se limitan los traspasos se reduce la competencia (en el extremo, si se eliminaran los traspasos se potenciarían los problemas sobre la calidad del servicio ya que el consumidor no tendría la opción de corregir un error en su elección al momento de afiliarse).¹⁹

El modelo

Sobre la base de la literatura antes comentada y tomando en cuenta las particularidades del caso bajo estudio, a continuación se desarrolla un modelo analítico cuyo objetivo es contribuir a evaluar el funcionamiento del mercado de las AFJP en la Argentina e identificar los instrumentos más idóneos para actuar sobre él desde la política regulatoria. Supóngase que la industria está caracterizada por dos empresas idénticas que compiten entre sí (las propiedades del equilibrio son similares cuando el número de empresas es mayor y las mismas son distintas, razón por la que se adoptan estos supuestos simplificadores). Cada una de ellas tiene una función de beneficios (π_i , $i=1,2$) dada por

$$\pi_i = IT_i - CT_i = c_i * a_i * w_i * M_i(P_i P_j, c_i, c_j) - s_i * M_i(P_i, P_j, c_i, c_j) - A_i - P_i$$

donde IT_i = ingreso total de la AFJP_i

CT_i = costo total de la AFJP_i

c_i = comisión sobre los aportes de la AFJP_i

c_j = comisión sobre los aportes de la AFJP_j

a_i = relación aportante / afiliado de la AFJP_i

w_i = salario medio de los aportantes de la AFJP_i

M_i = número de afiliados de la AFJP_i

s_i = costo administrativo por afiliado de la AFJP_i

A_i = costo fijo del manejo de fondos de la AFJP_i

P_i = gastos en promoción, ventas, etc., de la AFJP_i

P_j = gastos en promoción, ventas, etc., de la AFJP_j.²⁰

Se supone además que

$$M_i(P_i, P_j, c_i, c_j) = M_T(P_i + P_j)/2 + M_i(P_i - P_j, c_j - c_i)$$

donde M_T representa el total de afiliados al régimen de capitalización, siendo función positiva y decreciente del gasto conjunto en

ventas por parte de ambas empresas (por ejemplo, $M_T' > 0$ y $M_T'' < 0$; ' y '' representan las derivadas primera y segunda, respectivamente; en caso de existir más de un argumento dentro de la función, las derivadas parciales se denotan con un supraíndice relativo al cambio en la variable considerada), M_i representa la obtención de afiliados desde la otra AFJP por medio del gasto en promoción diferencial, $P_i - P_j$, y por medio de menores comisiones, $c_j - c_i$. M_i es una función cóncava con las siguientes propiedades: $M_i^{P_i} > 0$, $M_i^{P_i P_i} < 0$, $M_i^{c_i} > 0$, $M_i^{c_i c_i} < 0$, y $M_i^{P_i c_i} = 0$, por ejemplo, el gasto en promoción permite atraer nuevos afiliados en cantidades cada vez menores, de la misma forma que una reducción en la comisión genera el mismo resultado, mientras que estas "productividades marginales" de estos instrumentos son independientes entre sí. Se supone adicionalmente que $M_i^{c_i P_j} > 0$, por ejemplo, que el gasto en promoción de la empresa j aumenta la respuesta de los aportantes a cambios en las comisiones de la empresa i (por ejemplo, los gastos en promoción aumentan la elasticidad-precio de la demanda enfrentada por las otras empresas del mercado).²¹ Finalmente, las empresas eligen simultáneamente, y por única vez, sus niveles de comisiones y gastos en promoción (c y P), para lo cual deben realizar una predicción puntual (que en el equilibrio es correcta) sobre la elección de dichas variables por parte de su oponente.

Entonces, las condiciones de primer orden del problema de

$$\max \pi_i = (c_i a_i w_i - s_i) * (M_T(P_i + P_j)/2 + M_i(P_i - P_j, c_j - c_i)) - A_i - P_i$$

c_i, P_i

son las siguientes (se omiten los subíndices i y j para simplificar la notación):

$$\pi_{c_i} = -(c a w - s) * M_i^{c_i} + a w M(P, c) = 0$$

$$\pi_{P_i} = (c a w - s) * (M_T'/2 + M_i^{P_i}(P)) - 1 = 0.$$

Suponiendo el cumplimiento de las condiciones de segundo orden para un máximo interior (consistentes en contar con "suficiente" convexidad en la función de demanda $M(P, c)$), en el equilibrio, por simetría entre las AFJP, $P_i^* = P_j^*$ y $c_i^* = c_j^*$. No obstante ello, el equilibrio puede ser asimétrico si las características de las funciones de demanda y costos de las empresas difieren, en cuyo caso tanto el gasto en promoción como el nivel de las comisiones po-

drían variar entre AFJP. Adicionalmente, por medio de ejercicios de estática comparada se obtienen los siguientes resultados referidos al efecto del cambio de ciertos "parámetros" sobre la forma en que se comportan las empresas (ver apéndice matemático; ∂ denota la derivada parcial, y * como supraíndice identifica el valor óptimo que surge de la condición de primer orden).

1. $\partial c_i^*/\partial M_i^{c_i} < 0$. Esto es, al aumentar la elasticidad-precio de la demanda enfrentada por la empresa i exógenamente ($M_i^{c_i}$), la respuesta por parte de las empresas en el equilibrio es reducir las comisiones cobradas por el servicio provisto, por ejemplo, se privilegia la competencia vía precios.
2. $\partial P_i^*/\partial M_i^{c_i} < 0$. Este resultado indica que el gasto en promoción también disminuye al aumentar la elasticidad-precio de las demandas que enfrentan las AFJP; en el extremo, si $M_i^{c_i}$ tendiese a infinito, la primera condición de primer orden indica que la solución será "de esquina", por ejemplo, c_i^* sería el mínimo valor que permitiría el autofinanciamiento, llevando también a que necesariamente las comisiones de ambas AFJP fuesen iguales y a que los gastos en promoción sean mínimos. En ese sentido, la mayor competencia vía comisiones se produce cuando la visibilidad de las mismas es mayor y cuando la importancia de las comisiones dentro de los atributos del producto aumenta, ya que de esa forma la elasticidad-precio de la demanda que enfrenta cada AFJP también aumenta (por ejemplo, el "poder de mercado" disminuye): en el extremo, si la visibilidad es perfecta y las ofertas de las AFJP no se diferencian en calidad, las comisiones son iguales al costo marginal (permitiendo el autofinanciamiento) como en los mercados perfectamente competitivos.
3. $\partial c_i^*/\partial a < 0$. Al aumentar la relación aportantes/afiliados, disminuye la comisión cobrada por las empresas. Este resultado es en cierta medida inesperado, ya que el cambio paramétrico analizado se asemeja a una traslación de la función de demanda, que en modelos de competencia al estilo Cournot (donde las empresas eligen cantidades simultáneamente, mientras que el precio de equilibrio es el que "limpia el mercado") lleva a incrementos en el precio de equilibrio, ya que ello produce una reducción en la elasticidad-precio de la demanda residual que enfrenta cada empresa al nivel de precios anterior, haciendo deseable incrementar el "mark-up" por sobre los costos marginales. Como se demues-

tra en el apéndice matemático, sin embargo, el resultado obtenido aquí indica que aun en el corto plazo, con un número de empresas dado, el efecto es el inverso, posiblemente debido a que uno de los argumentos en los cuales compiten las empresas es el precio (la comisión) y no la cantidad como en Cournot, con lo cual se supone implícitamente que las empresas no tienen restricciones de capacidad, correspondiéndose en ese sentido mejor con el modelo de competencia de Bertrand (donde en el equilibrio los beneficios son nulos, y una reducción en los costos marginales –en este caso equivalente a un incremento en excedente neto de las empresas y consumidores también resultante de un traslado positivo de la demanda– conduce a una reducción de precios).

4. $\partial P_i^*/\partial a > 0$. Al aumentar la relación aportantes/afiliados aumenta el gasto en promoción, fundamentalmente debido a que también se incrementa su productividad.
5. $\partial c_i^*/\partial P_j >_< 0$. Esta indeterminación obedece a la existencia de dos efectos contrapuestos. Por un lado, al aumentar el gasto en promoción de la empresa j aumenta la elasticidad-precio de la demanda de la empresa i , y por ende tiende a disminuir la comisión cobrada por ella. Por otro lado, también aumenta la productividad marginal de los gastos en promoción (al aumentar P_j disminuye la diferencia $P_i - P_j$ y por ende aumenta M_i^{Pi}), lo que puede hacer que las comisiones aumentan para poder privilegiar la competencia por promoción. De todas formas, debe recordarse que P_j también se determina en forma endógena (como resultado de la maximización de π_j), y por lo tanto que tanto c_i^* como P_j^* (además de c_j^* y P_i , simétricamente) son conjuntamente dependientes de las variaciones exógenas tales como a y (parcialmente) M_i^{ci} .

Más allá de estos resultados obtenidos como producto del equilibrio en la competencia entre empresas, cabe indagar sobre la evaluación social del gasto en promoción resultante (puesto que en el largo plazo la libertad de entrada lleva a que los beneficios sean normales, si los gastos en promoción son excesivos, entonces también serán muy altas desde el punto de vista social las comisiones que permiten financiarlos). Supóngase que la función de bienestar social (W) es la siguiente:

$$W = S(M(P,c)) - P,$$

donde $S(\cdot)$ indica el excedente del consumidor resultante de la cantidad de afiliados al sistema previsional de capitalización - M , función del gasto total en promoción P y del nivel de comisiones de ambas empresas c –en este caso interpretado como el exceso de voluntad de pago de comisiones de los aportantes por sobre el costo que efectivamente enfrentan. Así, la función de bienestar contiene el superávit del consumidor neto de las comisiones y de los costos totales de promoción. El nivel de gasto en promoción que maximiza el valor de esta función (P^{**}) viene dado por la condición de primer orden:

$$S' * [M_T' + M_c * (\partial c^*/\partial M^c) * M^{cp}] - 1 = 0.$$

La expresión en [.] es positiva ya que

$$M_T' > 0, M_c < 0, \partial c^*/\partial M^c < 0, \text{ y } M^{cp} > 0$$

y por ende la solución es interior (por ejemplo, $P^{**} > 0$). Supóngase que S' , por ejemplo, el cambio marginal en el superávit (bruto del gasto en promoción) del consumidor, es igual a $(c - w - s)$, por ejemplo, la recaudación por afiliado neta de costos operativos que contribuye a financiar los costos fijos de operación. Entonces, la comparación entre P^{**} y P^* se obtiene al comparar esta última expresión con la segunda condición de primer orden que caracteriza al equilibrio de mercado (para un determinado valor de P). Así, $P^{**} > P^*$ si $[M_T' + M_c * (\partial c^*/\partial M^c) * M^{cp}] > (M_T'/2 + M_i^{Pi})$, que puede expresarse como $M_T'/2 + M_c * (\partial c^*/\partial M^c) * M^{cp} > M_i^{Pi}$.

Esta última relación puede o no cumplirse, ya que la misma requiere que las externalidades que llevan a que el gasto en promoción de equilibrio sea inferior al socialmente óptimo, por ejemplo, el incremento en la demanda que recibe la empresa que no realizó el gasto en promoción, producto de la incorporación de nuevos afiliados al sistema de capitalización, $M_T'/2$, sumado al aumento en la demanda por la reducción de comisiones de equilibrio resultantes de la mayor elasticidad-precio de las demandas individuales al incrementarse los gastos en promoción de las otras empresas (aquí de la empresa j), $M_c * (\partial c^*/\partial M^c) * M^{cp}$, superen a la capacidad de atraer afiliados de otras AFJP por medio de los gastos en promoción, M_i^{Pi} , que indicaría una duplicación de costos privados en promoción. Es decir, el nivel de gastos en promoción de equilibrio

puede ser mayor, igual o menor que el nivel óptimo desde el punto de vista social (coincidiendo con la indefinición existente en la literatura más general), incluso aunque la magnitud de los traspasos entre AFJP sea mayor que la atracción observada de nuevos aportantes al sistema.

De todas formas, la evaluación social del nivel de gastos promocionales no debe utilizarse literalmente para decidir la intervención al mercado, ya que el óptimo social se basa en supuestos de información e incentivos del planificador central que tanto la experiencia internacional como la argentina han demostrado no se verifican. En otras palabras, las fallas en los mercados competitivos (que en este caso inclusive no quedan demostradas) constituye una condición necesaria, pero no suficiente, para la regulación desde el Estado.

En síntesis, la competencia entre las AFJP se realiza en distintas dimensiones, y los instrumentos respectivos tienen efectos interdependientes. Por ejemplo, un mayor gasto en promoción resulta como respuesta a una mayor capacidad de captar afiliados por este mecanismo (*vis-à-vis* una reducción en las comisiones), pero ello a su vez impacta sobre la capacidad de las AFJP para evitar competir reduciendo las comisiones, ya que son los mismos gastos en promoción los que generan información que aumenta la elasticidad-precio de la demanda que enfrenta cada AFJP al facilitar la sustitución de una compañía por otra. Asimismo, dado que existen beneficios sociales vinculados a los gastos en promoción no captados por las AFJP (por ejemplo, lograr atraer a evasores al sistema previsional, convencer a los aportantes al régimen de reparto sobre las bondades –reales– del régimen de capitalización, y fortalecer la competencia vía comisiones), el gasto en promoción de equilibrio no necesariamente es excesivo desde el punto de vista social aun cuando parte del mismo tenga como efecto visible traspasar afiliados entre AFJP (sin que ello obedezca a que se informa sobre menores comisiones que así lo aconsejen).

El modelo no permite captar el efecto adicional de la competencia entre AFJP, por ejemplo, los incentivos a mejorar la calidad del producto respecto de lo que ocurriría en un mercado centralizado, ya que la misma se considera predeterminada. No obstante ello, en un sentido más amplio y primario, al evaluar estos resultados no debe perderse de vista que la solución centralizada que evitaría eventuales duplicaciones en los gastos promocionales podría implicar una calidad del producto ofrecido menor, ya que los gastos

en promoción en el mercado competitivo tienen un componente de señal de compromiso de “calidad” que hace creíble la misma: por medio de esos gastos las AFJP logran transmitir información creíble sobre su disposición a permanecer en el mercado cuando llegue el momento de prestar efectivamente los servicios contratados.

En consecuencia, aun cuando el objetivo sea abaratar el costo de intermediación de las AFJP, más que atacar los gastos en comercialización en forma directa parece aconsejable evitar que existan trabas innecesarias para la competencia por comisiones.²² En otras palabras, los altos gastos en promoción son el síntoma de una estructura de incentivos a la competencia donde la dificultad de comparar los aspectos relevantes de los productos y hacer uso inmediato de esa información induce a confiar en la reputación y señales de las empresas distintas del precio. Reducir los gastos en promoción no debe constituir un fin en sí mismo.

6. LOS DETERMINANTES DE LOS TRASPASOS

Puesto que la actividad de las AFJP, como en general ocurre con toda empresa privada, está dirigida a maximizar beneficios, y ello se logra aumentando la cantidad de afiliados, no sólo provenientes del régimen de reparto o recién ingresados al sistema, sino también los pertenecientes a otras competidoras, es relevante determinar cuáles son las variables que afectan el traspaso de afiliados entre las distintas AFJP.

La regresión que se presenta a continuación estima la relación entre los traspasos netos (TN, como porcentaje del total de afiliados), con el tamaño de cada AFJP (TAM, medido por el número de afiliados), las comisiones brutas efectivas (CBE, medidas como porcentaje del ingreso sujeto a aportes), los porcentajes de bonificaciones por permanencia sobre las comisiones (BP), los porcentajes de gasto en promoción respecto del gasto total (GP/GT), la diferencia porcentual de rentabilidad acumulada de cada fondo de pensiones respecto del promedio del sistema (R, tal como surge del valor de las cuotas partes) al inicio de cada trimestre, y el tiempo (denotado con $\tau = 1,2,3,4,5$, indicador del trimestre considerado en la muestra (I.96-I.97):²³

$$TN = 0,00001 * TAM - 0,71 * CBE - 0,14 * BP + 0,07 * GP/GT + 0,015 * R - 0,003 * \tau$$

(Estadístico t) (1,4) (-1,5) (-4,4) (4,6) (1,5) (-2,9)

R² ajustado: 0,51; N = 104.

Es decir, los traspasos netos de afiliados de las AFJP dependen positivamente del gasto promocional y (de la diferencia porcentual respecto del promedio) de la rentabilidad acumulada respectiva, como es de esperar, pero negativamente de la bonificaciones por permanencia ofrecidas sobre las comisiones (aspecto que no responde a la expectativa natural, ya que sería lógico que dichas bonificaciones redujeran las pérdidas de afiliados y por ende estuviesen positivamente relacionadas con los traspasos netos hacia cada AFJP),²⁴ mientras que el nivel de las comisiones brutas juega un papel estadísticamente poco significativo (aunque, en concordancia con lo esperado, negativo), al igual que tampoco aparece como significativo el tamaño de las AFJP como variable “proxy” de “confiabilidad”.²⁵ En ese sentido, la información disponible sugiere que *la competencia por medio del incremento en el gasto promocional es más efectiva que por medio de la reducción de las comisiones.*²⁶

La interpretación de los coeficientes de las comisiones brutas y del porcentaje del gasto en comercialización en esta última regresión es la siguiente: al disminuir en un 1% del ingreso sujeto a aporte el nivel de la comisión, la AFJP respectiva logra aumentar su número de afiliados netos (provenientes desde menos emigrantes hacia otras AFJP) en un 0,71%, y al aumentar un 1% la participación del gasto en ventas respecto del costo total, la AFJP respectiva logra atraer desde las otras AFJP un 0,07% de nuevos afiliados netos. Puesto que reducir la comisión bruta en un 1% del ingreso sujeto a aportes equivale a reducir la comisión neta como proporción de los aportes aproximadamente un 37%,²⁷ una reducción de un 1% en los ingresos, vía una reducción también del 1% en las comisiones, atrae $0,71\% / 37 = 0,019\%$ nuevos afiliados netos desde otras AFJP, mientras que por otro lado, dado que al presente el 65% de los costos totales (netos de la prima de seguro de vida e invalidez) corresponden a gastos de promoción, el incremento en un 1% de dicha relación implica un aumento en los costos totales de 0,65%, con lo cual si se incrementa el gasto total neto del seguro en 1% como resultado de un incremento en los gastos de comercialización se logra retener $0,07\% / 0,65 = 0,11\%$ de los afiliados. Así, la productividad del gasto en comercialización para atraer afiliados

desde otras AFJP respecto de la reducción de comisiones es casi un 500% mayor.

El problema con la regresión anterior es que los traspasos netos resultan de la diferencia entre los traspasos positivos y los negativos, y las variables explicativas anteriores posiblemente tengan efectos diferenciados sobre ambos: las bonificaciones deberían afectar negativamente (según la teoría) los traspasos negativos, actuando como un mecanismo que dificulta la emigración desde una AFJP hacia otra competidora, mientras que los gastos en comercialización deberían afectar ambos lados de la ecuación, ya que tanto los afiliados existentes (que pueden emigrar) como los potenciales (que pueden incorporarse) están expuestos a ellos. En ese sentido, las siguientes regresiones estiman por separado los traspasos positivos (TP) y los negativos (TNEG). Los TP se explican por la siguiente regresión:²⁸

$$TP = 0,027 + 0,8 * CBE - 0,09 * BP + 0,06 * GP/GT + 0,002 * R + 0,002 * \tau$$

(Estadístico t)(1,8) (1,8) (-3,15) (4,1) (0,21) (2,4)

R² ajustado: 0,40; N = 104.

Nótese que, comparando esta regresión con la anterior, salvo en el caso de las comisiones y el tiempo, el resto de los coeficientes mantiene el mismo signo, indicando que la incorporación de nuevos afiliados provenientes de otras AFJP depende positivamente del gasto promocional (como porcentaje del gasto total): al aumentar un 1% la participación del gasto en ventas respecto del costo total, la AFJP respectiva logra atraer un 0,06% de nuevos afiliados desde otras AFJP. Continúa resultando de la muestra que las bonificaciones tienen un efecto negativo en la atracción de nuevos afiliados, y a ello se suma que las comisiones mayores se relacionan positivamente (aunque con relativa significatividad) con los traspasos positivos, mientras que la rentabilidad acumulada relativa al promedio no aparece como un factor significativo que explique el traspaso positivo de afiliados entre AFJP. Asimismo, los traspasos positivos han mostrado una tendencia levemente creciente en el tiempo.

En lo que se refiere a los traspasos negativos (TNEG), éstos se explican en la siguiente regresión:

$$TNEG = -0,026 + 1,5 * CBE + 0,04 * BP - 0,011 * GP/GT - 0,013 * R + 0,005 * \tau$$

(Estadístico t) (-1,5) (3,0) (1,3) (-0,67) (-1,2) (4,8)

R² ajustado: 0,26; N = 104.

Naturalmente, comparando el resultado con la regresión anterior, los signos tienden a revertirse (ya que se trata de traspasos negativos). Por otra parte, si bien la bonificación por permanencia tiene signo positivo (lo que indicaría que los afiliados emigran a una velocidad mayor al aumentar los descuentos sobre las comisiones), esta variable es muy poco significativa, pasando a ser más importante el nivel absoluto de dichas comisiones en ese sentido. También, al aumentar el rendimiento acumulado de las AFJP respecto del promedio tiende a disminuir el porcentaje de traspasos negativos, aunque la significatividad de esta relación es escasa. Finalmente, la evolución temporal de los traspasos negativos ha sido creciente, tal como se verificó en la regresión anterior con los traspasos positivos.

En síntesis, las últimas dos regresiones sugieren que el gasto en promoción es un buen instrumento para atraer nuevos afiliados desde otras AFJP, mientras que las comisiones elevadas generan una mayor emigración de afiliados pero no necesariamente evitan el ingreso de otros provenientes de otras AFJP. Asimismo, tanto la rentabilidad, como las bonificaciones como el tamaño de las AFJP no logran contribuir significativamente a la explicación de los flujos migratorios entre AFJP.

De las regresiones anteriores, sin embargo, no se puede visualizar la evolución temporal de estas relaciones. Una forma de indagar al respecto consiste en dividir la muestra del período I.96-I.97 utilizada para la estimación de las ecuaciones anteriores, en dos subperíodos de igual duración, por ejemplo I.96-II.96, por un lado, y IV.96-I.97, por el otro. Los resultados obtenidos son los siguientes:

Período I.96-II.96:

$$TN = -0,032 + 0,6 * CBE - 0,15 * BP + 0,026 * GP/GT + 0,02 * R$$

(Estadístico t) (-1,5) (0,9) (-3,65) (1,68) (1,65)

R^2 ajustado: 0,47; N = 42.

Período IV.96-I.97:

$$TN = -0,002 - 1,64 * CBE - 0,106 * BP + 0,13 * GP/GT + 0,011 * R$$

(Estadístico t) (-0,1)(-2,06) (-2,02) (4,37) (0,6)

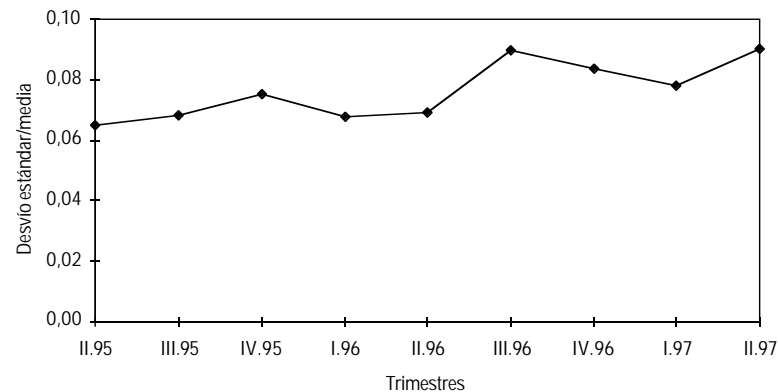
R^2 ajustado: 0,53; N = 41.

Las conclusiones que se sugieren al comparar ambas ecuaciones son las siguientes:

- la capacidad explicativa de las variables incorporadas tiende a mejorar en el tiempo;
- las comisiones pasan de tener un efecto positivo (pero poco significativo) a tener un efecto negativo significativo, en cuyo caso se estaría produciendo un incremento en la productividad de la competencia vía precios;
- sin embargo, también aumenta el coeficiente (productividad) y significatividad del porcentaje de gasto en promoción;
- el efecto negativo de las bonificaciones tiende a disminuir (tanto el coeficiente como la significatividad lo hacen); y
- la rentabilidad acumulada relativa al promedio juega un papel cada vez menor.

Otro indicador de la evolución del tipo de competencia entre AFJP es la dispersión de las comisiones efectivas que los aportantes deben pagar en cada AFJP; si la dispersión aumenta en el tiempo, entonces puede ocurrir que a) las AFJP estén logrando diferenciar sus productos (de forma tal que una percepción de mayor heterogeneidad evita la igualación de precios) o b) que la competencia radique en otras variables distintas del precio (de acuerdo con el modelo analítico de la sección anterior, esto ocurre si M_i^{Pi}/M_i^{Ci} tiende a aumentar, ya que entonces la competencia será más fuerte en los

FIGURA 8
EVOLUCIÓN DE LA DISPERSIÓN DE LAS COMISIONES BRUTAS
EFECTIVAS DE LAS DISTINTAS AFJP



gastos de promoción (P) que en comisiones menores (c)). La figura a continuación muestra que la dispersión de comisiones brutas efectivas, medida como el desvío estándar sobre la media (lineal), ha tendido a aumentar levemente durante los últimos dos años, indicando que la competencia entre AFJP puede haber sido mayor, aunque en otras dimensiones, a lo que se refleja en la escasa reducción de la comisión promedio efectiva neta del costo del seguro ilustrada anteriormente en la sección 3.

Por último, con el fin de determinar el grado de respuesta de los aportantes a las distintas estructuras de comisiones de las AFJP se analizó la siguiente ecuación, donde "Rec/ap" denota la recaudación por aportante (que si no existen modificaciones en las comisiones efectivas cobradas está vinculada unívocamente con el ingreso medio de los aportantes de cada AFJP), y CF/CV denota la relación entre el cargo fijo (en pesos) y el cargo variable (en porcentaje del ingreso sujeto a aporte):

$$Rec/ap. = 243,3 + 68,39 * CF/CV$$

(Estadístico t) (15,96) (4,08)

R^2 ajustado: 0,13; $N = 105$ (IV.95-IV.96).

Como se observa, al incrementarse el cargo fijo en relación con la variable se produce un incremento en el aporte medio recibido por las AFJP. La magnitud estimada es la siguiente: al aumentar en 1 la relación CF/CV (por ejemplo, si la relación inicial fuese igual a 1, porque $CF = \$ 3$ y $CF = 3\%$, ello puede ser el resultado, alternativamente, tanto de una reducción en CV a 1,5%, de un aumento en CF a \$ 6, o de una reducción de CV a 2,5% en forma conjunta con un aumento en CF a \$ 5), el aporte medio se incrementa en \$ 68,4.²⁹ Vale decir, a pesar de que el nivel de las comisiones no constituye un factor explicativo de alta significatividad respecto de la captación de nuevos afiliados por parte de las AFJP, sus composiciones relativas sí afectan significativamente el nivel de ingreso medio de sus aportantes (nótese que al computar el ingreso por aportante como variable dependiente se está neutralizando la diferencia en la relación aportantes/afiliados que pudiera existir entre las AFJP). En ese sentido, existe una discriminación efectiva respecto de aportantes de distinto ingreso que se produce *entre* AFJP (aunque no dentro de cada una de ellas, práctica prohibida por la Ley Previsional).

7. REGULACIONES ALTERNATIVAS

La acción regulatoria en un mercado competitivo debe precisamente servirse de la competencia para lograr su cometido. Los pasos lógicos previos a toda acción, entonces, consisten en a) evaluar el grado y características de la competencia existente, en sus distintas dimensiones, b) explicar dichos resultados en función de las características propias del mercado y de la regulación preexistente, c) establecer conceptualmente cuál sería el impacto sobre dicha competencia (nuevamente, en sus distintas dimensiones) de distintas medidas regulatorias, y d) seleccionar de acuerdo con los objetivos perseguidos una de ellas (incluyendo el *statu-quo* como alternativa).

La regulación de comisiones y traspasos admite un sinnúmero de medidas posibles. Con el fin de considerar sólo las más relevantes,³⁰ es posible:

En relación con los fondos de inversión:

- i) restringir a cada AFJP a ofrecer un "único producto" a todos los aportantes, por ejemplo, tener un único fondo de pensiones, con una única composición de cartera,
- ii) permitir un "menú" de carteras,
- iii) no establecer regulación alguna (aquí, eventualmente, la cantidad de fondos distintos es endógena, incluyendo la posibilidad de que los mismos aportantes lo construyan, si es que las AFJP aceptan el fondo seleccionado).

En relación con las comisiones:

- i) restringir a cada AFJP a ofrecer un "único producto" a todos los aportantes, por ejemplo, una comisión con una conformación única, permitiendo componentes fijos y variables a elección;
- ii) ídem i), pero sin permitir cargos fijos (por ejemplo, sólo pueden ofrecer comisiones porcentuales sobre los aportes),
- iii) ídem ii), pero regulando un cargo fijo único positivo para todas las AFJP,
- iv) permitir ofrecer un "menú" de opciones a los aportantes, con distintas combinaciones de cargos fijos y variables, para que éstos se "autoseleccionen",
- v) permitir vincular las comisiones con la "historia" de los aportantes dentro de la Administradora, y

vi) no establecer regulación alguna (permitiendo la discriminación directa e individual si la misma existiera).

Finalmente, en relación con los traspasos:

- i) limitar el número de veces en que es posible ejercer la opción, independientemente del uso previo de la misma (situación actual),
- ii) limitar el número de veces en que es posible ejercer la opción dependiendo del uso previo de la misma (por ejemplo, con tiempos de permanencia mínimos crecientes), o bien imponer un pago mínimo al efecto, y
- iii) no establecer regulación alguna.

Naturalmente, los efectos que generan estas alternativas sobre las comisiones promedio, sobre su distribución en relación a los ingresos de los aportantes, sobre la visibilidad e información de las mismas, sobre los costos administrativos, etc., son variados, y naturalmente no pueden considerarse en forma independiente. Así, por ejemplo, permitir vincular las comisiones con la “historia-AFJP específica” de los aportantes tiene efectos comparables con vincular el límite de los traspasos permitidos a su uso anterior, con efectos sobre el grado de competencia vía gastos en comercialización. De la misma manera, si no existiera regulación alguna, en ambas dimensiones, los costos de transacción entre aportantes y AFJP, los costos de coordinación de los gastos en comercialización (promotores para traspasos), y el impacto sobre los aportantes de menores ingresos serían mayores. También, la competencia sería distinta si la atracción de los aportantes se realizara sobre la base de la libertad de opción por distintos fondos, afectando el efecto de invertir en gastos de promoción como forma de competir.

La evaluación de las bondades de estas alternativas debe partir de hacer explícitos los principios rectores del sistema previsional argentino. Sólo entonces, una vez definido el objetivo y las restricciones, podrá juzgarse al sistema actual y establecerse la preferencia de un esquema en particular. En ese sentido, se distinguen los siguientes principios básicos perseguidos por la Ley de Reforma Previsional de 1994:

1. Obligatoriedad de afiliación a alguno de los regímenes del sistema, necesaria por la eventual “miopía” (por ejemplo, baja pon-

- deración del futuro en la toma de decisiones) de los trabajadores activos o por la “inconsistencia temporal” de gobiernos que no pueden evitar asistir a ancianos que no hubiesen realizado ahorros durante su vida laboral activa (lo que incentiva el comportamiento miope –que pasaría a ser oportunista– anterior). Como consecuencia de este principio, tanto el régimen de reparto como el de capitalización deben respetar la “universalidad” y “no exclusión”.
2. Compatibilización del “individualismo” y la “solidaridad”, permitiendo obtener las ventajas de los incentivos privados para el ahorro pero al mismo tiempo atendiendo –como con el resto de las decisiones fiscales– la situación de los sectores de menores recursos. Este objetivo se cristalizó en el destino y magnitud diferencial de los aportes personales y patronales: los primeros formarían la base para el cálculo de los beneficios del aportante (ya sea en el régimen de capitalización con la cuenta individual o en el régimen “de reparto” con la prestación adicional por permanencia, PAP), mientras que los segundos financiarían (además de la prestación compensatoria para los aportantes al sistema previsional reemplazado) la prestación básica universal (PBU, única para todos los afiliados a ambos regímenes).
 3. Asimismo, la ley 24.241 estableció como elemento adicional que define esta compatibilización de objetivos e instrumentos la “no discriminación” entre distintos aportantes dentro de cada AFJP del régimen de capitalización, salvo en lo referido a la permanencia.
 4. Por último, subyacente en toda la reforma, el objetivo de la misma fue lograr mejores (por ejemplo, mayores y más justos) haberes previsionales.

En consecuencia, la regulación de las comisiones de las AFJP, los requerimientos para realizar traspasos, etc., deben juzgarse en función de su efecto en las siguientes dimensiones:³¹

- discriminación por ingreso o por edad
- mayor competencia “productiva” entre las AFJP, entendiendo por tal aquella que genera menores comisiones por el manejo de los fondos aportados con igual “calidad”.

Entre los factores que tienen impacto sobre la discriminación

por ingreso el central responde a la estructura no lineal de las comisiones, por ejemplo, a la existencia de “tarifas en dos partes” compuestas por una combinación de un cargo fijo (independiente del aporte) y un cargo variable (por ejemplo, un porcentaje del aporte, o del ingreso sujeto a aportes). En ese sentido, puesto que los cargos fijos tienen un mayor impacto sobre los aportantes de menores ingresos, la incidencia distributiva es negativa, y por ende existe una discriminación por ingreso en su presencia. Puesto que la estructura de costos de las AFJP contiene un costo fijo significativo (ver el Apéndice 1, donde se estima dicha función), dicho cargo fijo responde a consideraciones de “eficiencia”, por ejemplo, vincular comisiones (y su estructura) a los costos (y su estructura).

Entre los factores que hacen a la discriminación por edades, el análisis presentado en la sección 4 –al comparar el costo efectivo (en valor presente) de las comisiones sobre aportes *vis-à-vis* sobre el fondo acumulado– permite visualizar la discriminación contra los aportantes de mayor edad (y por ende, con un número menor de años de aportes futuros) subyacente en el sistema previsional argentino respecto del existente en los *pension funds* norteamericanos. Sin embargo, podría afirmarse que, en realidad, puesto que los costos del manejo de fondos tienen un mayor vínculo con la existencia del aporte en sí mismo que con su magnitud acumulada, la discriminación más fuerte existe en los PFN y es en contra de los aportantes de menor edad. De todas formas, en el estado estacionario (por ejemplo, una vez terminada la transición desde el viejo sistema previsional hacia el vigente), la diferencia entre edades pierde significado, ya que todos los beneficiarios habrán sido aportantes al nuevo sistema, en cierto momento “jóvenes” y en otro “viejos”.

Con respecto a los factores que afectan el grado de competencia vía comisiones entre las AFJP (como se demostró anteriormente de carácter débil en la Argentina), se identifican:

- a) la multiplicidad de las ofertas (igual al número de AFJP multiplicado por el número de esquemas de comisiones que ellas tengan en promedio),
- b) la visibilidad (y comparabilidad) de las comisiones,
- c) la facilidad de traspaso (ya que ello aumenta la elasticidad de la demanda enfrentada por cada AFJP, por ejemplo, reduce el poder de mercado que tienen sobre sus afiliados), y

- d) los incentivos para competir por medio de mayores gastos comerciales y de promoción.

Considerando los puntos a) y b), debe notarse la preeminencia del segundo factor por sobre el primero: si existen muchas ofertas pero cada una de ellas difiere de la otra, la comparabilidad de las mismas se ve fuertemente reducida y por ello (siendo mayores los costos de transacción) no necesariamente disminuye el poder de mercado de cada AFJP. En ese sentido, una regulación que permita competir en una única parte de la tarifa (regulando un único cargo fijo o bien con un único cargo variable para todas y dejando a la competencia la determinación del cargo no regulado), facilitaría la visibilidad y comparabilidad de las ofertas, y con ellas la competencia vía precios.

En lo que se refiere a los puntos c) y d), naturalmente ambos están íntimamente vinculados, pero no necesariamente guardan una relación inescapable. Por ejemplo, si las AFJP fuesen capaces de implementar un mecanismo de cooperación (“coordinación”) por medio del cual pudieran coordinadamente reducir los gastos en comercialización³² (por ejemplo, prohibiendo las propagandas en los medios gráficos, ya que la violación de este acuerdo es fácilmente detectable) sin por ello reducir la información sobre los planes (por ejemplo, comisiones, rentabilidades, etc.) de cada una de ellas (delegando dicha tarea a la SAFJP, por ejemplo), entonces la productividad del gasto en comercialización disminuiría (porque generaría el comienzo de una “fase de penalización” y exceso de gasto que a su vez podría inducir a que los ingresantes al sistema previsional elijan el régimen de reparto o bien que aumente la evasión). Obviamente, esto es sumamente difícil, y casi seguramente imposible, por cuanto i) el resto de los componentes del gasto en promoción no es monitoreable (por ejemplo, los promotores), y por ende tampoco “coordinable”, ii) la elasticidad de la demanda agregada en el régimen previsional es muy baja (lo que reduce el costo de una “guerra de gastos en comercialización”, ya que la misma se trasladará a las comisiones sin una pérdida significativa de afiliados y aportantes al régimen de capitalización), iii) las AFJP no son simétricas (algunas tienen más para ganar que otras con esta coordinación, y por lo tanto los acuerdos son más difíciles de lograr), y iv) porque dichos gastos de comercialización podrían ser considerados por las AFJP existentes como una barrera a la entrada de

nuevas competidoras, en cuyo caso las primeras no estarían dispuestas a resignarlos.³³ Aun cuando fuera posible, por otra parte, dicha coordinación podría dar cabida a acuerdos que reduzcan la competencia en otras dimensiones (por ejemplo, precios), de forma tal que se perdería la gran ventaja de contar con un sistema previsional descentralizado y competitivo, tal como se analizó en la sección 5 del trabajo.

En definitiva, puesto que la facilidad de traspasos es un elemento vital de la competencia por precios, no resulta aconsejable reducir la misma en una magnitud considerable. Es posible que lograr inducir menores gastos en comercialización sea deseable, pero no al costo de reducir el grado de competencia vía precios.³⁴ También es posible que el costo óptimo de un traspaso sea mayor al existente hasta el presente (igual a cero, salvo en lo que hace a la pérdida de las bonificaciones por permanencia, que al presente no parecen haber sido propiamente valoradas por los aportantes), pero debe procederse con cuidado en este sentido. De hecho, las modificaciones reglamentarias que se han adoptado recientemente (por ejemplo, requerir al aportante que desea cambiar de AFJP solicitar el mismo en una sucursal de la compañía de destino) constituyen un pequeño incremento en el costo efectivo (considerando el tiempo que debe asignarse) que difícilmente pueda juzgarse excesivo, al tiempo que seguramente logrará reducir la importancia de las afiliaciones fraguadas. Sin embargo, la reducción de la facilidad de traspasos no es el mecanismo adecuado para lograr una reducción en los gastos en promoción; es muy probable que dicha política genere el efecto contrario: al tener que evaluar la calidad de la AFJP a la que deberá aportar durante un período extenso, o de la que tendrá dificultades para emigrar, un aportante debe basarse más en la reputación de la AFJP que en las comisiones ofrecidas, lo que hace más rentable los gastos promocionales que resalten dicha confiabilidad. La evidencia que se comenta en la sección siguiente tiende a confirmar la relevancia de este peligro.

Vale decir, aun requiriendo la participación personal del afiliado para autorizar los traspasos, podría ser deseable aumentar el número de veces al año en que dicha opción puede ser ejercida.

Desde el punto de vista de la regulación sobre la estructura de las comisiones, una mayor comparabilidad entre los cargos de las distintas AFJP podría generar una mayor competencia vía precios. Por ejemplo, si se prohibiese a las AFJP competir cobrando distin-

tos cargos fijos en las comisiones (por ejemplo, regulando un cargo fijo único para todas ellas y centrar la competencia en el cargo variable),³⁵ sin modificar la base para el cobro de las mismas (por ejemplo, pueden vincularse a los aportes y no a los fondos acumulados), se lograría a) evitar la discriminación por ingreso entre los aportantes (que al presente se produce, no dentro de una misma AFJP, pero sí entre distintas AFJP), al tiempo que el cargo fijo uniforme permite financiar los costos fijos de las AFJP, y b) facilitar la comparabilidad entre las distintas comisiones, incrementando la (productividad de la) competencia vía precios. Esta alternativa, sin embargo, también tiene sus costos. En particular, significaría un cambio en las reglas del juego que beneficiaría a algunas AFJP (aquellas que orientaron su producto hacia el mercado más masivo) y perjudicaría a otras (que dirigieron su producto a “nichos” de ingresos superiores por ejemplo).

Adicionalmente, cabe analizar la posibilidad de que cada AFJP ofrezca distintos fondos de inversión, cada uno de ellos con una composición de distinto riesgo. Esta posibilidad resulta interesante mientras se combine con la modificación sugerida en el párrafo anterior, por ejemplo, la imposibilidad de cobrar cargos fijos diferentes. Así, cada AFJP podría ofrecer un menú de fondos entre los cuales los afiliados podrían elegir sobre la base de su preferencia por el riesgo, y cada uno de los fondos de este menú de opciones tendría asociada una comisión variable de libre elección por parte de la AFJP respectiva, ya que ello puede vincularse a distintos costos de administración de la cartera. Podría argumentarse que esta posibilidad reduciría la comparabilidad de las comisiones de las distintas AFJP, reduciendo por ende el incentivo a la competencia por medio de menores comisiones. Sin embargo, el argumento es débil por cuanto de hecho se produciría cierta heterogeneidad entre las AFJP, cada una con una cartera de inversiones con distinto riesgo, razón por la cual “el producto”, aun sin permitir multiplicidad de fondos por cada AFJP, tampoco sería homogéneo.

Por último, vale la pena considerar la reciente reglamentación de la SAFJP en relación al método para asignar “indecisos” (por ejemplo, aquellos afiliados ingresantes al sistema previsional que no han especificado si desean realizar sus aportes personales al régimen público de reparto o al sistema de capitalización) entre AFJP sobre la base de la menor comisión para el rango de ingresos relevante como forma de fomentar la competencia por comisiones. En

ese sentido, debe notarse que el método vigente hasta ahora ha sido asignar dichos indecisos en función del número de afiliados a cada AFJP, lo que constituye una “proxy” de calidad de cada AFJP ya que dicho tamaño es el resultado de la elección de los afiliados que sí se han decidido. En consecuencia, el cambio de mecanismo, aun cuando efectivamente logre asignar una mayor importancia a la competencia por medio de las comisiones, beneficiando a los afiliados que ya han elegido su propia AFJP, posiblemente no constituya la mejor representación de los intereses de los indecisos, ya que la misma implica indirectamente que otras dimensiones de las AFJP (como la rentabilidad, solvencia, información, atención, etc.) son iguales en términos esperados, supuesto que difícilmente se verifique en la práctica.

8. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL³⁶

Gran Bretaña

Como se indicó en el texto (sección 4), el nivel de las comisiones de los fondos de pensión en Gran Bretaña es elevado en relación con la situación argentina. Adicionalmente, la experiencia británica está caracterizada por una gran variabilidad en las comisiones cobradas (el desvío estándar de las comisiones es aproximadamente un 30% del valor medio de las mismas tomando como muestra el costo para fondos con 5 años de antigüedad, que resulta por demás elevado si se lo compara con el caso argentino, donde el desvío estándar de las comisiones efectivas como porcentaje de la media de las AFJP es al presente igual al 9%, habiéndose ubicado hasta 1996 en el 6%). En ese sentido, es lícito especular con que la situación argentina podría estar caracterizada por mayores costos y variabilidad en las comisiones si también, como en Gran Bretaña, los contratos previsionales fuesen poco flexibles (por ejemplo, la posibilidad de transferir fondos a otra administradora es substancialmente menor, con altos costos de salida de un contrato individual) y por ende no pudiesen interpretarse como “compras repetidas”, lo que llevaría a valorar más aspectos tales como la seguridad y calidad –que podrían, existiendo asimetría informativa, estar po-

sitivamente vinculados con el nivel de la comisión desde el punto de vista de los aportantes. En otras palabras, la mayor facilidad para traspasar los fondos entre administradoras genera una reducción en las comisiones de equilibrio al hacer que las decisiones de los individuos ponderen más el precio (por ejemplo, al aumentar la elasticidad-precio de la demanda). La experiencia chilena comentada a continuación, donde es posible realizar hasta tres traspasos anuales sin costos (en vez de dos como en la Argentina) se caracteriza por comisiones inferiores a las nuestras, constituyendo una observación adicional en el mismo sentido.

Por otra parte, aun sin contar con la información para el conjunto de las administradoras de fondos previsionales británicas, existe información cualitativa sobre la movilidad de los afiliados y sobre la importancia de los gastos promocionales. Con respecto al primer punto, aproximadamente entre el 30% y el 40% de los individuos rescinden sus contratos con compañías previsionales durante los primeros 2 años (por ejemplo, estos porcentajes indicarían un tope superior para los “traspasos” de aproximadamente en el orden del 20% anual), recibiendo sólo una fracción menor de sus aportes. Con respecto al segundo punto, los “costos de adquisición” de la mutual “Equitable Life”, que se autodefine como austera en su política de incentivos hacia los promotores, superan el 70% de los costos totales, lo que sugiere que el resto de las empresas debería tener asignaciones en general superiores a esta cifra.

De manera consistente con esta “falla” en el mercado previsional británico, se han expresado diversos reparos sobre el nivel de las comisiones y propiciado reformas en la regulación del funcionamiento del sector con el objetivo de reducirlas. En este sentido existen iniciativas cuya evaluación es positiva y otras que aparecen como riesgosas y potencialmente negativas. Dentro de las primeras está la especial preocupación por facilitar la transparencia en la visualización de las comisiones para lograr incentivar la competencia por precio. En ese sentido, el Director General de la Oficina de Fair Trading (OFT, en julio de 1997) ha propuesto como mecanismo para fortalecer la competencia vía comisiones, facilitar la comparabilidad de éstas (simplificar y estandarizar el producto), requiriendo entre otras cosas “comisiones fijas en proporción al valor del fondo acumulado sin elementos ocultos”.³⁷ Dentro de las segundas está la propuesta, también del director de la OFT, de introducir una cartera donde exista un “manejo pasivo” de los fondos, por ejemplo, una

cartera estándar cuya composición estaría guiada por las autoridades regulatorias, adicional a las otras opciones que el mercado podría continuar ofreciendo. Naturalmente, la estandarización obligatoria de las carteras de inversión, cuya composición guiada por la autoridad regulatoria fuese casi con certeza materia opinable, politizable e ineficiente, sería por demás negativa; sin embargo, en la experiencia británica se plantea la introducción de una cartera de este tipo, adicional al resto de carteras ofrecidas por las administradoras de fondos de pensión. En la Argentina ya existe la regulación por empresa testigo (equivalente a cartera testigo, como se propone en el Reino Unido), tarea cumplida por la AFJP Nación, que sin embargo no ha contribuido visiblemente a atemperar el nivel de las comisiones (ya que sus propias comisiones se aproximan a las del promedio del mercado) y que está experimentando un abandono paulatino pero firme de sus afiliados hacia otras AFJP (supuestamente porque la combinación precio-calidad ofrecida es inferior).

Chile

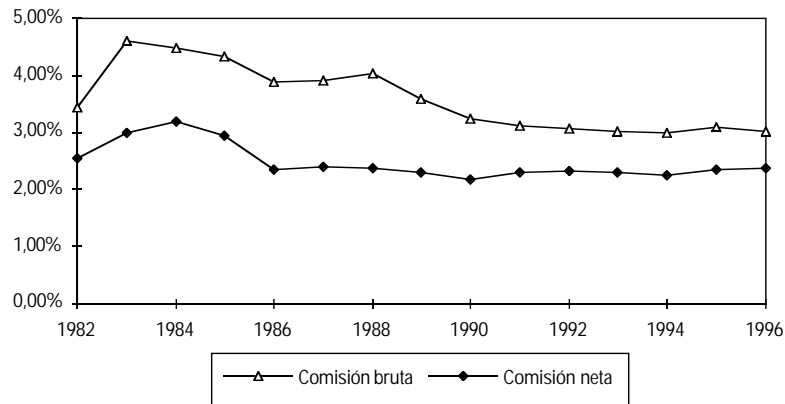
En Chile, el nivel y estructura de precios (comisiones) cobradas por las AFP, a pesar de que como se señaló en la sección 4 son inferiores a las vigentes en la Argentina, se ha transformado en uno de los aspectos más controvertidos del nuevo sistema previsional, aun cuando el debate y los reparos se remontan al año 1980, cuando se creó el nuevo sistema de capitalización. En particular, el Poder Ejecutivo envió, en junio de 1997, un proyecto de ley al Parlamento que introduce modificaciones sustanciales a la regulación del nuevo sistema de pensiones con el objeto de “permitir que el precio del servicio que prestan las Administradoras de Fondos de Pensiones pase a ser un elemento importante en la selección de dichas entidades por parte de los trabajadores, incentivando a estas a reducir las comisiones y a los afiliados a permanecer en la Administradora elegida”.

Las regulaciones sobre las comisiones de las AFP en Chile son muy similares a las existentes en la Argentina. En particular, las AFP pueden fijar libremente el nivel de cada una de las comisiones que la ley autoriza a cobrar (esto significa que tienen libertad para no cobrar una determinada comisión, y que no existen precios máximos o mínimos), no se les permite discriminar entre afiliados (ex-

cepto en el caso de los trabajadores independientes, sin contrato de trabajo, quienes no tienen cobertura del seguro de vida e invalidez mientras no cotizan, y en el caso de los afiliados que no tienen derecho a este seguro, por estar ya pensionados o haber cumplido 65 años los hombres y 60 años las mujeres), ni siquiera por medio de bonificaciones por permanencia como en la Argentina, y no pueden modificar libremente el nivel de las comisiones que cobran sin informar esos cambios al público y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones con noventa días de anticipación. Sin embargo, es posible aplicar comisiones no sólo sobre los aportes (tanto fijas como variables) sino también sobre los traspasos de fondos (práctica que las AFP no han utilizado, excepto dos de ellas que igualmente han desistido de su uso desde hace ya más de 4 años). Además, como en la Argentina, los afiliados deben ser informados por las AFP aun cuando no realicen aportes regularmente.

Al analizar la evolución temporal de las comisiones sobre los aportes se observa una creciente participación de los cargos variables sobre los fijos, hecho asignado a las presiones políticas para no discriminar negativamente a los aportantes de menores ingresos. Considerando las comisiones promedio efectivas, la figura a continuación representa la experiencia chilena (simplificada, ya que hasta 1987 también se aplicaron comisiones sobre los fondos acumulados que no se incluyen aquí). Como se observa en la figura, al presente la comisión promedio del sistema, incluyendo el costo del seguro de vida e invalidez, se aproxima al 3% del salario sujeto a aportes (la comisión fija representa sólo el 0,1%), mientras que si se considera la comisión neta de dicha prima de seguro para los trabajadores en relación de dependencia el porcentaje desciende hasta el 2,35%. Medida en términos relativos al salario sujeto a aportes, la evolución histórica de la comisión promedio bruta muestra una reducción continua desde 1983 hasta 1991, para luego estabilizarse. Entre los años 1983 y 1988, por ejemplo, las comisiones brutas oscilaron entre el 3,9% y el 4,6% de los salarios sujetos a aportes. Con relación a las comisiones netas del seguro, el descenso se ha concentrado en los primeros 5 años de vida del sistema, observándose niveles relativamente constantes desde entonces. Desde este punto de vista, las comisiones no deberían constituir un motivo de preocupación renovada, ya que parecen haber alcanzado un valor de equilibrio inferior al de los años iniciales del nuevo sistema.

CHILE: EVOLUCIÓN DE LAS COMISIONES PROMEDIO
1982-1996



Sin embargo, al mismo tiempo que cambiaban las “comisiones de lista” también han cambiado los salarios de los afiliados, y por lo tanto, el precio final efectivamente pagado por estos. El efecto combinado de cambios en tasas y bases de cálculo de los precios (salario) indica que el precio promedio pagado por los aportantes a las AFP, luego de bajar entre 1981 y 1987, ha comenzado a subir desde ese año, acumulando un incremento de 111% en términos reales desde su valor mínimo en 1987 y de 65% respecto al valor en 1982. Esta tendencia se repite para todas las AFP, con alzas de precio que fluctúan entre un máximo de 130% y un mínimo de 31% respecto al valor de 1987, y se explica principalmente porque las AFP no han ajustado el valor de las “tasas” (la comisión porcentual sobre el salario), en forma proporcional al aumento en el valor de la base (salario) durante el período.

Precisamente estos últimos resultados son los que han llamado la atención de algunos analistas y motivado las recientes propuestas del gobierno para cambiar la legislación. Al respecto, debe señalarse que no queda claro que el método adecuado para calcular comisiones sea el que considera el valor monetario y no los porcentajes sobre salarios sujetos a aporte. De hecho, tanto los costos operativos como los costos de promoción tienen un altísimo componente de trabajo humano, cuyo precio evoluciona de la misma forma (en principio) que el resto de los salarios sobre los cuales se

cobran las comisiones. En otras palabras, el servicio provisto por las AFP es un no-transable y por ende no es razonable esperar que su precio evolucione como el nivel de precios de la economía frente a un incremento significativo de los salarios domésticos.³⁸ Desde esta perspectiva, el incremento observado en las comisiones netas durante la presente década no resulta tan significativo o criticable como se presenta en la discusión.

Al analizar los componentes de dicha evolución en las comisiones, considerando el valor real de las mismas, la eventual cartelización del mercado no resulta convincente por cuanto el índice de concentración de Herfindahl-Hirschman, estimado tanto sobre la base de las participaciones relativas de las AFP en aportantes, masa salarial y comisiones ha sido relativamente bajo (por ejemplo, inferior al 20% desde 1985 y entre 14% y 18% al presente según la variable considerada), no presenta modificaciones (y hasta tiende a disminuir), además de observarse cambios importantes en las participaciones individuales de las empresas, con numerosas entradas y salidas, característica poco común en acuerdos colusivos, y de verificarse que la rentabilidad promedio del sistema ha venido disminuyendo desde su máximo alcanzado en 1989, con varias AFP inclusive mostrando rentabilidades negativas (la rentabilidad promedio al presente se aproxima al 18%, definida como resultado neto corriente dividido por el valor de los activos). Por otra parte, tampoco han existido durante estos años cambios legales que alteren significativamente las características del servicio básico que ofrecen las AFP, por lo que puede descartarse también como hipótesis explicativa la existencia de cambios en la calidad de los servicios prestados.

Sin embargo, coincidentemente con el período de alza de precios, sucesivos cambios en la regulación obligaron a las AFP a ofrecer nuevos servicios que han decidido entregar “gratuitamente”. Es el caso de las cuentas de ahorro voluntario (desde 1988) y las cuentas de indemnización (1991). Además, los precios de algunos factores (especialmente personal administrativo) han subido en términos reales, y también ha crecido la proporción de afiliados no aportantes (próxima al 50% como en la Argentina) y de pensionados respecto al total de afiliados. Todos estos cambios han significado mayores costos y podrían explicar el aumento de precios.

Al no haberse incrementado la rentabilidad, el incremento de precios naturalmente viene acompañado por un incremento en los costos de las AFP. En la evolución de la composición de dichos cos-

tos, por otra parte, se observa que los gastos operacionales por aportante –netos del gasto comercial y prima del seguro– suben un 58% entre 1987 y 1993, para estabilizarse a partir de allí, aunque sin embargo la evolución del gasto promocional (incluyendo el gasto comercial y la remuneración al personal de ventas) fue mucho más veloz: el crecimiento ha sido continuo desde 1987, quintuplicándose su nivel real durante la última década, pasando de representar el 20% del gasto neto de primas de seguro de vida e invalidez en 1987 a representar el 47,6% en 1996. Una particularidad de estos gastos promocionales es la altísima participación de remuneraciones al personal de ventas, ya que excepto durante los primeros cinco años de lanzamiento del sistema los gastos comerciales estuvieron siempre por debajo del 5% del costo total neto del seguro.

La evidencia del caso chileno muestra entonces a una industria de AFP competitiva, cuya eficiencia operativa no se ha deteriorado durante los años, pero cuyos precios no han bajado, presumiblemente por efecto del aumento en gastos promocionales.

El incremento en los gastos promocionales, explicado fuertemente por el incremento en el número de promotores, ha generado un crecimiento proporcional en el número de traspasos de afiliados entre AFP, los que en 1996 representaron un 50,3% del total de aportantes.³⁹

Se ha argumentado que el factor principal que aumenta artificialmente la efectividad de los vendedores como mecanismo de venta es la obligación a que son sometidas las AFP de aplicar estructuras de comisiones uniformes y no negociables, pues con esto se crean incentivos para que ofrezcan a sus afiliados otros tipos de beneficios (premios, etc.) que se distribuyen a través de vendedores (éste es el medio más eficaz para identificar a los grupos de afiliados a quienes se desea llegar con estas ofertas). Asimismo, también se señalan las siguientes normas legales como factor que resta importancia a los precios como herramienta para competir en la industria de AFP:

- Las comisiones porcentuales sobre el salario sujeto a aportes son deducidas del salario del aportante pero retenidas por el empleador (por ejemplo, los aportes personales del 10% del salario se destinan al fondo de capitalización, pero el empleador debe pagar la comisión promedio del 2,9% del salario en forma directa). Esto significa que en todos aquellos casos donde se ha

negociado un sueldo líquido, el trabajador tampoco percibe con claridad las diferencias de precios entre AFP (quien sí lo percibe es el empleador, pero éste no tiene la facultad para decidir un traspaso).

- La ley no autoriza a los afiliados a formar grupos que negocien comisiones con las AFP. Esta prohibición impide amortizar los costos fijos asociados a la búsqueda y procesamiento de información de precios, así como también impide a los afiliados captar los eventuales ahorros de costos comerciales para las AFP, en comparación al proceso de venta individual.
- Las prohibiciones a pactar períodos de permanencia mínima comprometida afectan la política de precios de las AFP, pues existen costos fijos asociados a la venta.
- Dada la dificultad política de cobrar comisiones fijas, y por ende suponiendo que las AFP actúan como si solamente pudiesen cobrar comisiones porcentuales sobre el salario, la obligación a fijar precios uniformes, junto con la prohibición de negar la afiliación a cualquier individuo, haría muy riesgoso para cualquier AFP hacer un sacrificio importante de precios (podría quedarse con un número importante de afiliados que generan ingresos menores que los costos de administrar sus respectivas cuentas).

La baja elasticidad de la demanda frente a disminuciones en el nivel precios se explicaría, entonces, por las características propias del producto pero también por algunas regulaciones que, además, tienen el efecto de limitar la libertad de las AFP para usar las comisiones como herramienta competitiva. En ese sentido, un proyecto enviado recientemente al Parlamento por el Poder Ejecutivo, con el objeto de crear las condiciones para una mayor competencia por precios, proponía las siguientes modificaciones a la regulación vigente:

- Se autorizaba a las AFP a ofrecer descuentos sobre las comisiones base (fijando un máximo a ese descuento).
- Se autorizaba a las AFP a negociar con sus afiliados compromisos de permanencia mínima (con un máximo de 36 meses).
- Se autorizaba a los afiliados a formar grupos para negociar precios con la AFP.

En el debate surgieron reparos, algunos notables por su inconsistencia, tales como que existen economías de escala en la industria que llevarían a la concentración extrema en el mercado, razón por la cual no debería promoverse la competencia por precios homogeneizando el producto, implícitamente entonces prefiriendo comisiones elevadas “por las dudas se produzca la concentración”,⁴⁰ y otros más lógicos en función de la multiplicidad de objetivos que típicamente se pretende respeten las comisiones previsionales (por ejemplo, evitar la discriminación hacia los aportantes de menores recursos, impidiendo una tarificación eficiente).

Otro argumento en contra del proyecto, esta vez de naturaleza política, se refería a los riesgos de “colectivización” de las decisiones de los afiliados como consecuencia de la negociación en grupo. La libre elección individual de AFP se entiende como una de las características básicas del nuevo sistema de pensiones, que tiene el doble efecto de promover la responsabilidad individual y proteger al sistema de pensiones de presiones originadas por los ciclos político-económicos de corto plazo. Frente a esto, algunas críticas del proyecto entendían que la formación de grupos negociadores podría representar un primer paso en la dirección contraria y, además, transformarse en fuente de corrupción en favor de los negociadores. El reparo en este caso parece razonable, en particular si se quiere extrapolar a la situación argentina donde la concentración gremial y los riesgos de estas conductas es mayor que en Chile.

Finalmente, se llamó también la atención sobre algunos problemas de la transición desde un sistema a otro. En particular, se argumentó que establecer compromisos de permanencia significaba, en la práctica, relanzar el sistema, con todos los costos comerciales asociados a ese hecho, pues las AFP, en cuanto recibieran autorización legal, tendrían que negociar contratos con sus afiliados para asegurar sus posiciones de mercado. Los costos de este “relanzamiento”, se dijo, podrían incluso anular el efecto sobre los precios que se buscaba con los cambios legales.

Más allá de lo acertado o no de estas críticas, la discusión que se abrió en Chile luego de la propuesta del gobierno ha dejado en evidencia lo difícil que resulta resolver el problema de conflicto de objetivos de la regulación de precios y, también, la dificultad de modificar la estructura de precios una vez que la industria se ha desarrollado y las empresas han desplegado inversiones para construir sus respectivas fortalezas competitivas. Este último problema

se refiere a la inevitable redistribución de riqueza entre las empresas de la industria que genera un proyecto que puede alterar profundamente las estrategias competitivas de las AFP. En este caso particular, la modificación a la regulación de comisiones debilita, en un solo acto, la posición relativa de las empresas que se habían orientado a segmentos de afiliados de mayor renta en favor de aquellas masivas, que podrían aprovechar las economías a escala de la industria.

El análisis de la experiencia chilena con el sistema de AFP y de los intentos recientes por modificar su estructura de comisiones permite identificar una serie de lecciones que pueden ser útiles para el caso argentino:

- Dada la naturaleza y características del servicio que ofrecen las AFP, se debe esperar una baja elasticidad precio de la demanda. Esta característica puede ser acentuada o debilitada por la regulación, la que por lo tanto tiene importante influencia sobre el nivel de precios de equilibrio en el sistema.
- En una industria de AFP competitiva, el nivel de gastos comerciales depende –en parte– de la regulación de precios. A mayor libertad para competir a través de los precios, menores serán los gastos comerciales; a menor libertad para competir vía precios, mayores serán los gastos comerciales. En consecuencia, las regulaciones que traten de influir directamente sobre los gastos comerciales, probablemente resulten poco efectivas. Por ejemplo, limitar el número de traspasos por la vía administrativa aumenta el valor esperado de cada afiliado para la AFP (pues aumenta el período esperado de permanencia), lo que sirve de incentivo para redoblar esfuerzos comerciales con el objeto de aumentar su participación de mercado.
- Los vendedores representan el mecanismo más efectivo de distribución de las AFP. La regulación puede aumentar o debilitar la importancia de este mecanismo según incentive o no la competencia de precios.
- Una vez que se regula una determinada estructura de precios y los operadores de la industria se acomodan a la misma, resulta muy difícil introducir modificaciones de fondo. En consecuencia, si se desea hacer cambios de fondo a la estructura de comisiones, es muy posible que se deba enfrentar simultáneamente los problemas de precios, gastos operacionales y características

del producto pues, al menos desde la perspectiva de las empresas operadoras, este conjunto de cambios resulta menos “discriminatorio” que limitarse a promover la competencia de precios.

- Existe una fuerte tradición en seguridad social que lleva a expresar los precios como porcentajes del salario y no en unidades monetarias. Esta estructura implica que los precios pagados por individuos con distinta renta son también distintos. Moverse hacia un sistema con mayor competencia de precios es contrario a esta tradición e implica renunciar a usar la estructura de precios como herramienta para canalizar subsidios –“escondidos”– hacia afiliados de menor salario. Este cambio, sin duda, tendrá consecuencias políticas.

Perú y Colombia

La información sobre las experiencias de estos dos países, donde se han llevado a cabo reformas similares a las de Argentina y Chile (naturalmente con diferencias puntuales), se resume en la tabla de la página siguiente (ver Queisser [1997])

Como puede observarse, entonces, aún cuando no se dispone de información completa sobre cada caso, estas experiencias demuestran niveles de comisiones similares (Perú) y superiores (Colombia, considerando la corrección del 10% por menores aportes sobre el salario) a las observadas en la Argentina, mientras que la facilidad de traspaso es más reducida y los traspasos son muy infrecuentes aún, al tiempo que los gastos en promoción aparentan niveles posiblemente aproximados a los vigentes aquí (ello ocurriría si la cifra del 50% consignada en el caso colombiano fuese en relación con los gastos totales incluyendo el seguro de vida).

Como inquietudes a confirmar, por otra parte, se destacan la reducción en las comisiones efectivas producto de la eliminación de los cargos fijos en Perú (es necesario contar con información sobre el resto del año 1997 para confirmar este impacto verificado en el mes de enero), y la llamativa coincidencia de las comisiones brutas de todas (salvo 1) las AFP en Colombia, que podría indicar un acuerdo entre las empresas para evitar competir por precios (aun cuando sus rentabilidades negativas indicarían la ausencia de colusión, por lo que establecer este punto requiere investigación adicional que escapa a este estudio).

	Perú	Colombia
Comisiones brutas (% ingreso sujeto a aportes)	3,25% (octubre '96) 2,35% (enero '97)	3,5% (igual al tope regulado); como contribución personal es 10% del salario, representa un % mayor de los aportes
Comisión fija	US\$ 1,4 (1,2% de los ingresos sujetos a aportes)	No hay (aunque están permitidas)
Relación aportantes/afiliados	45%	n.d.
Encaje (sobre el fondo)	0,7%	1%
HHI (afiliados)	0,23	.18
Gastos en promoción	n.d.	50% (no se aclara si sobre costos netos del seguro de vida)
Facilidad de traspasos	6 meses de aportes consecutivos, trámite personal en AFP, cargo de US\$ 32 a AFP abandonada	Cada 6 meses
Rentabilidad para AFPs	Negativa (salvo 1 empresa)	Negativa
Traspasos (% afiliados)	4,4%	n.d.
Observaciones	En 1/97 se suprimió cargo fijo y comisión variable aumentó sólo a 2,35% promedio, por ejemplo, comisión efectiva cayó 25%	Comisión máxima regulada podría facilitar colusión entre empresas

Síntesis de las experiencias internacionales consultadas

En síntesis, como resultado de la consideración conjunta de las experiencias de Gran Bretaña, Chile y Argentina, puede concluirse que en todos los casos existe preocupación por el nivel de las comisiones cobradas por las compañías administradoras de fondos previsionales. En todos los casos, también, se consideran distintos tipos de soluciones o paliativos, en particular la simplificación de la estructura de comisiones para mejorar la “visibilidad” de las mis-

mas. No obstante, es notable la relación que se observa entre el nivel de comisiones y la facilidad de traspaso: las mayores comisiones se observan en Gran Bretaña, donde la facilidad de traspaso es muy reducida –y los traspasos efectivos consecuentemente también son escasos–, mientras que las menores comisiones corresponden al caso chileno, donde los afiliados aportantes tienen la libertad de transferir gratuitamente sus ahorros hasta 3 veces al año a otra AFP; el caso intermedio es el de la Argentina, donde sólo es posible traspasar los fondos dos veces por año. En forma consistente con ello también, la importancia de los gastos en promoción en la Argentina es mayor que en Chile (respecto de los costos de las AFP netos del seguro de vida e invalidez) y existe información preliminar en cuanto a que podrían ser inferiores a los verificados en Gran Bretaña. Las experiencias preliminares de Perú y Colombia permiten observar que la menor facilidad para realizar traspasos no necesariamente conduce a una reducción en las comisiones, al tiempo que permiten poner en perspectiva al mercado en la Argentina, pudiendo juzgar su situación (en precios y estructura de gastos) como “razonable” en función de las características propias del servicio provisto y de las regulaciones vigentes.

9. CONCLUSIONES

Este trabajo analizó, conceptual y cuantitativamente, la evolución del funcionamiento del nuevo régimen de capitalización del sistema previsional argentino en lo que se refiere al grado y forma de competencia existente. Las conclusiones obtenidas indican la existencia de un adecuado grado de competencia, que por las características del tipo de servicio provisto, naturalmente tiende a concentrarse en competencia promocional más que por menores comisiones.

Asimismo, las características regulatorias del sector también afectan dichos incentivos, y en particular la experiencia internacional consultada indica que la competencia en otras dimensiones diferentes del precio (comisión de cada administradora) es generalizada, pero que se acentúa al reducirse la posibilidad o facilidad de los aportantes para cambiar de administradora de fondos. En con-

secuencia, la mayor libertad de traspasos induce a valorar más los aspectos visibles del producto, por ejemplo, las comisiones, y a otorgar menor relevancia a los aspectos de calidad y confiabilidad que la promoción intenta transmitir. La política regulatoria podría favorecer la reducción de las comisiones, y con ellas de los gastos en promoción, si la propia visibilidad y comparabilidad de las comisiones fuese mejor, en particular, fijando un cargo fijo común para todas las AFJP y organizando la competencia respecto de las menores comisiones porcentuales sobre el ingreso sujeto a aportes.

No obstante ello, debe notarse que los gastos promocionales son útiles para transmitir información sobre la disponibilidad y características de la competencia, así como también constituyen una inversión que demuestra objetivos de largo plazo que son valorados por los aportantes, razón por la cual los niveles presentes de dicha forma de competencia no necesariamente deben considerarse excesivos. En ese sentido, la composición actual de los instrumentos utilizados en la competencia entre las AFJP podría ser óptimo, aspecto que no puede ser demostrado aquí.

Específicamente, las conclusiones del trabajo son las siguientes:

- No se evidencia colusión (no se verifican beneficios supranormales en la industria, ni tampoco puede concluirse que las comisiones sean significativamente mayores que en otros servicios comparables), lo que no debería resultar inesperado ya que tampoco están dadas las condiciones estructurales para que ello ocurra (por ejemplo, diversificación del mercado, libertad de ingreso, etc.).
- Existen incentivos a que la competencia se realice por medio de mayores gastos en promoción y comercialización, verificados en la práctica. Ello obedece a que la visibilidad de las comisiones puede ser reducida, la rentabilidad futura no puede ser estimada en forma confiable a partir de la rentabilidad pasada, y a que los beneficios del servicio sólo se observan con un importante rezago (de hasta treinta años), magnificando la importancia asignada a la “confiabilidad” de la AFJP elegida, variable a su vez señalada en parte por medio del esfuerzo en promoción.
- Analizando la evolución temporal de los determinantes de los traspasos, por otra parte, la evidencia disponible sugiere que las comisiones están comenzando a ser algo más relevantes en las decisiones de los afiliados, aunque también se incrementa la im-

portancia de los gastos en promoción, tendiendo a disminuir la importancia de la rentabilidad acumulada de los fondos manejados por las AFJP. La reducción paulatina en las comisiones que se verificó en el caso chileno sugiere que la mayor atención prestada a las comisiones por parte de los afiliados también desembocará en una competencia algo más orientada a ofrecer menores precios.

- La regulación óptima no es restringir la facilidad de los traspasos (más allá de requerir la realización de trámites formales que si bien generan un costo en términos de tiempo tienen como fin evitar fraudes), puesto que ello reduce la reacción de los afiliados frente a cambios en las comisiones de las distintas AFJP (por ejemplo, la “elasticidad-precio” de las funciones de demanda enfrentadas por las AFJP), generando un incremento en las comisiones netas de equilibrio del sistema. Esto es así por cuanto la elección de una determinada AFJP pasaría a representar un compromiso de mayor plazo por parte del afiliado, y por ende éste tendería a valorar más la confiabilidad de la AFJP que sus comisiones, frente a lo cual las administradoras de fondos reaccionarían incrementando los gastos en promoción que convengan sobre su mayor confiabilidad sin cuidar mantener comisiones bajas o eventualmente reducirlas.
- La evidencia comparada de Argentina, Chile y Gran Bretaña representa un indicio en este sentido. Efectivamente, es notable la relación que se observa entre el nivel de comisiones y la facilidad de traspaso: las mayores comisiones se observan en Gran Bretaña, donde la facilidad de traspaso es muy reducida –y los traspasos efectivos consecuentemente también son escasos–, mientras que las menores comisiones corresponden al caso chileno, donde los afiliados tienen la libertad de transferir gratuitamente sus ahorros hasta 3 veces al año a otra AFP; el caso intermedio es el de la Argentina, donde sólo es posible traspasar los fondos dos veces por año. En forma consistente con ello también, la importancia de los gastos en promoción en la Argentina es mayor que en Chile (respecto de los costos de las AFP netos del seguro de vida e invalidez) y según información preliminar podrían ser inferiores a los verificados en Gran Bretaña.
- Tampoco es muy factible, ni queda claro que sea deseable socialmente, coordinar una reducción de los gastos en promoción entre las AFJP. Son estos gastos los que permiten atraer afiliados

dos desde el sistema de reparto y eventualmente también contribuyen a convocar a evasores y marginados del sistema de seguridad social, al tiempo que también proveen información sobre las distintas alternativas disponibles de forma tal que los afiliados puedan hacer uso efectivo de su opción de elección, contribuyendo de esta forma a que estén menos cautivos y por ende las empresas no puedan cobrar comisiones elevadas.

- Si se procura acelerar la reducción en las comisiones, resulta más razonable y productivo prohibir competir sobre la base de los cargos fijos en las comisiones (fijándose un valor común para todas las AFJP), organizando la competencia sobre la base de la menor comisión porcentual, y al mismo tiempo permitir que cada AFJP ofrezca (si quiere) varios fondos de pensión con distinto riesgo asociado (y, eventualmente, con distintas comisiones sobre los aportes). De esta forma se permitiría contar con remuneraciones a los costos fijos en las comisiones, evitando la discriminación y segmentación entre AFJP, al mismo tiempo que se facilitaría la visibilidad de las comisiones efectivas de las distintas AFJP, favoreciendo la competencia por medio de menores comisiones en un mercado más integrado y competitivo. Un cambio regulatorio en este sentido, sin embargo, implicaría beneficiar a ciertas AFJP y castigar a otras en función de sus estrategias de posicionamiento, aspecto que debe considerarse eventualmente.
- La tecnología de las AFJP, en su conjunto, evidencia la existencia de economías de escala hasta un nivel aproximado de 450.000 afiliados, con lo cual las empresas que subsistirían (en el equilibrio, una vez finalizadas las fusiones que se verifican al presente) en el mercado actual serían aproximadamente 12. En ese sentido, sería sumamente desaconsejable tomar medidas regulatorias que se anticipen a una concentración “excesiva” en este sector, ya que no es esperable que la misma tenga las características que podrían existir en países de tamaño muy inferior, donde al presente dicha concentración tampoco se verifica (por ejemplo, Chile).
- Por otra parte, definiendo los costos para los aportantes en función de la fracción de sus aportes que implícitamente no se destinan a financiar sus prestaciones, y suponiendo distintas tasas de interés, se observa que el régimen de capitalización es “más barato” (por ejemplo, tiene una rentabilidad neta mayor) al régi-

men de reparto. Si se observan los costos directos solamente, sin comparar las distintas rentabilidades (calidad) de ambos, entonces sí sería cierto que el régimen de reparto es más barato que el de capitalización, pero –además de ser esta conclusión parcial y poco relevante– igualmente subsisten dificultades para hacer comparables las cifras respectivas. En consecuencia, las comparaciones realizadas en algunos fundamentos de proyectos legislativos en este sentido no resultan apropiadas ni relevantes para la discusión de la mejor regulación del funcionamiento del régimen de capitalización del nuevo sistema previsional.

Notas

1. Así, por ejemplo, existen numerosos proyectos legislativos donde se propone regular las comisiones máximas que las AFJP pueden cobrar a sus afiliados, denominando a los gastos en comercialización a “despilfarro” y “pérdidas”.

2. Aporte medio previsional obligatorio, a partir del corriente año denominado módulo previsional, MOPRE, cuyo valor unitario es actualmente \$ 80 por mes.

3. Los artículos 100 a 103 de la ley definen las tres modalidades en que podrá recibirse la jubilación ordinaria y las formas en que se determinarán las comisiones: los beneficiarios pueden elegir entre contratar una renta vitalicia previsional con una compañía de seguro de retiro, negociando en su caso las comisiones y prestaciones respectivas, o permanecer en la AFJP recibiendo un retiro programado durante un determinado número de años, también pagando una comisión según lo establece el artículo 68; si la prestación a recibir fuese inferior al 50% de la Prestación Básica Universal (por ejemplo, \$ 100), también pueden acceder a un retiro fraccionario con la AFJP respectiva, en cuyo caso no deberán pagar comisión alguna.

4. El cuadro 1 también presenta, a partir de 1995, la evolución de la comisión neta ponderada, donde las comisiones netas de cada AFJP se ponderan por el número de afiliados en cada trimestre. Como se observa allí, la ponderación no altera sustancialmente la medida de la comisión neta del sistema. Si se incluyen los depósitos voluntarios para calcular la comisión efectiva sobre los depósitos totales (y no sólo sobre los obligatorios como en la Memoria de la SAFJP y en el cuadro 1), los resultados tampoco varían significativamente, ya que dicho tipo de aportes es inferior al 1% de los aportes totales, sin haberse observado al presente una tendencia creciente (y en consecuencia, el efecto de su inclusión en el cómputo de las comisiones efectivas promedio es poco significativo, sin afectar tampoco su evolución). No obstante ello, es de esperar que en el futuro –cuando los afiliados con edades próximas al retiro representen una fracción mayor del

total– la importancia de los aportes voluntarios se incrementa habida cuenta de las ventajas impositivas de que gozan (por ejemplo, deducción como pago a cuenta del impuesto a las ganancias).

5. Las cifras sobre el número de afiliados sobre la cual se construye la figura 7 no coincide exactamente con las consignadas en el Cuadro 1. Esto se realiza con el fin de homogeneizar los datos previos y posteriores a la depuración del padrón de afiliados realizada durante los trimestres IV.96 y I.97. Así, las reducciones por esas depuraciones (361 mil y 140 mil afiliados, respectivamente) son sumadas a las cifras del cuadro 1 para la construcción de la figura 7.

6. Antes de la crisis bursátil desatada a nivel mundial en el mes de Noviembre del corriente año.

7. Obviamente, los supuestos utilizados son aquellos que minimizan el costo computado para la administración de depósitos en el sistema financiero, ya que el “spread” en dólares, computando entidades de primera línea, es el mínimo del mercado con diferencias considerables respecto del resto de los préstamos.

8. Respecto de la comparación entre los cargos sobre stocks (PFN) y sobre flujos (AFJP), el 26,6% de comisión sobre los aportes en principio constituye el valor descontado del *spread* de intermediación por stocks depositados a 30 años. Sin embargo, debe considerarse el efecto de la potencial fuga hacia otras AFJP (que sólo se neutraliza con los traspasos si por casualidad los stocks recibidos se equiparan con los stocks emigrantes hacia otras AFJP), lo que introduce un riesgo posiblemente costoso. Asimismo, debe notarse que esta característica del sistema argentino, por ejemplo, cobrar la comisión “up-front”, también característica en los sistemas previsionales de otros países latinoamericanos (ver Bertín y Perrotto [1997]), provoca que el incentivo a retener afiliados sea menor que bajo el cobro de comisiones sobre stocks (donde la rentabilidad asociada a cada afiliado aumenta en el tiempo).

9. En este cálculo no se incorporan las bonificaciones por permanencia, razón por la cual el costo estimado del sistema argentino es levemente mayor al real. Por otra parte, se supone que las prestaciones previsionales que resultan de un determinado fondo acumulado al final del período de aportes son iguales en ambos sistemas (implícitamente, entonces, los costos de la administración de los fondos de los beneficiarios son iguales). En la medida en que la disponibilidad para realizar el traslado de los fondos hacia una compañía de seguros de retiro en el sistema argentino es mayor que en los Estados Unidos, y puesto que los retiros fraccionarios (para las prestaciones más bajas) no están sujetos a comisiones (art. 103 de la ley 24.241), sería natural que el costo del manejo de los fondos ya acumulados sea menor en la Argentina, con lo cual el costo global del sistema argentino se compararía con los PFN en mejores términos que los que se expresan en el texto.

10. Esta comparación no toma en cuenta otras diferencias entre ambos

sistemas cuya inclusión podría generar una reducción adicional de la estimación del costo de intermediación de las AFJP relativo a los PFN, como por ejemplo que los ingresos de las AFJP dependen de los aportes efectivos de sus afiliados (es decir, un afiliado que deja de aportar no genera ingresos), mientras que en los PFN los ingresos provienen del stock de fondos acumulados y por lo tanto un afiliado que deja de aportar continúa generando ingresos, provocando que la relación aportante/afiliado afecte a las AFJP pero no a los PFN. También deben considerarse costos tales como el pasivo contingente que significa la garantía de rentabilidad y el encaje que deben respetar las AFJP. A su vez, los PFN suelen tener comisiones ocultas que no se verifican en el caso de las AFJP. Otros aspectos pueden consultarse en el estudio de Towers Perrin, Marcú y Asociados. En definitiva, las cifras consignadas en el texto son las más desfavorables para las AFJP.

11. Al realizar la comparación con las AFJP argentinas, debe tenerse en cuenta que las AFP chilenas tienen que incurrir en el costo de recaudación de los aportes, tarea que en la Argentina recae sobre la DGI. Los estados financieros de las AFP no permiten identificar la magnitud de dicho costo adicional. Nótese sin embargo que los mismos deberían estar incluidos dentro de los gastos de administración, que rondan el 20%, y en consecuencia, suponiendo como es natural que la atención de los afiliados es más costosa que la recaudación, la consideración de dicho costo no puede introducir diferencias significativas en la comparación. En consecuencia, se hará omisión al respecto a lo largo del texto.

12. Un breve resumen de los principales artículos con este tipo de argumentos puede consultarse en Utton (1995), capítulo 6.

13. Carlton y Perloff (1990), capítulo 18, realizan una revisión muy favorable de la literatura sobre propagandas, citando incluso resultados empíricos en relación con la venta de anteojos que indican que los precios eran casi 30% mayores como producto de la prohibición de publicidad que existía en distintos Estados.

14. En ese sentido, existe una relación negativa entre propaganda y beneficios, contraria a la regularidad empírica detectada por Schmalensee (1989), según la cual las industrias donde la rentabilidad media es mayor son las que dedican mayores recursos a la propaganda. En forma coincidente con la interpretación dada por Schmalensee, la regularidad empírica no encierra ninguna causalidad: tanto la propaganda como la rentabilidad están conjuntamente determinadas por otras variables, tales como la diferenciación intrínseca de los productos. Asimismo, aunque no se menciona en la discusión de Tirole, la mayor propaganda puede obedecer a la mayor dificultad por parte de los consumidores para detectar la calidad del producto y estas condiciones tecnológicas coincidir con las industrias más concentradas.

15. Entendiendo por calidad, fundamentalmente, a la pensión que recibirá en el futuro y el grado de confiabilidad de que percibirá la misma, y

no al servicio de información mensual, atención al consumidor, etc. que es observable todos los meses.

16. Ver Stiglitz (1989) y Katz (1989).

17. Quizás ello pueda ayudar a explicar por qué se las utiliza conjuntamente.

18. Ver Klein y Leffler (1981).

19. Una cuestión adicional de importancia en el análisis de los gastos en promoción de las AFJP en la Argentina tiene que ver con la magnitud. Así, como se vio en la sección 3, los mismos representan aproximadamente el 65% de los costos totales netos de las primas de seguro al incluir el gasto en personal de ventas en el cómputo. La experiencia chilena muestra un porcentaje algo inferior, aproximadamente igual al 48% (también incluyendo el gasto en personal de ventas), mientras que otros indicadores internacionales parecen sugerir que el nivel del gasto en promoción de las AFJP en la Argentina es elevado (por ejemplo, la empresa norteamericana con mayor gasto relativo en propaganda gastaba en 1987 el 32% de sus ingresos –se trataba de una empresa de medicamentos, por lo cual la alta rentabilidad de la industria sugiere que como porcentaje de los costos totales la participación de la propaganda podría acercarse al 40% ó 50%; ver Carlton y Perloff (1990), Tabla 18.1). Sin embargo, estas cifras pueden ser engañosas. En primer lugar, por un eventual problema en la clasificación de gastos dentro del rubro promoción (esto es, si las cifras en la Argentina no incluyesen las remuneraciones al personal de ventas y solamente contabilizaran los gastos en comercialización que resultan de sus balances, los gastos en propaganda del sistema rondarían el 32%, mientras que en Chile la cifra respectiva sería el 5%; alternativamente, si se computa la participación sobre erogaciones totales, incluyendo las primas de seguro que las AFJP deben pagar, la participación en la Argentina se reduce a menos de 50%). En segundo lugar, al comparar con las empresas de los Estados Unidos, puesto que éstas realizan sus ventas y gastos en comercialización tanto dentro del país como en otros países, al considerar la participación de los gastos de propaganda en los Estados Unidos sobre las ventas dentro de ese país podría existir un sesgo en la medición, en cualquier dirección, siempre que la relación entre ambas variables en el resto de los países fuese diferente a la relación doméstica analizada. Por último, evidencia internacional adicional comentada en la sección 8 también sugiere que los gastos en promoción suelen ser en general elevados, e inclusive más que en el caso de las AFJP.

20. En el modelo los gastos en promoción pueden cumplir distintos roles, tales como informar sobre las características de la empresa y del producto ofrecido en las dimensiones antes comentadas.

21. Naturalmente, variaciones de P_j y c_j tienen efectos opuestos a las variaciones de P_i y c_i sobre $M(P,c)$, $M_i^{P_i}$ y $M_i^{c_i}$.

22. Al analizar la experiencia chilena, Diamond (1994) critica la duplicación de costos administrativos en sistemas previsionales descentralizados,

al tiempo que pondera los logros del sistema en cuanto a su resistencia a presiones políticas, contribución al ahorro nacional y al funcionamiento del mercado de capitales. Efectivamente, los sistemas públicos centralizados, aun los más costosos, absorben una proporción muy inferior de los aportes al ser comparados con los sistemas de capitalización descentralizados como los de Chile y la Argentina. Sin embargo, Diamond no menciona entre los beneficios del nuevo sistema descentralizado el de la competencia por una cartera de inversiones bien balanceada que ha brindado tasas de retorno altísimas a sus afiliados, y en cierta medida realiza sus críticas olvidando que dicha duplicación es típica de todas las actividades donde existe competencia, constituyendo la moneda de pago para la obtención de mejores desempeños por los incentivos adecuados que la misma genera: suponer que la calidad de un sistema privado descentralizado y competitivo permanece constante con un sistema público centralizado va en contra del reconocimiento de las bondades de los mercados competitivos.

23. La capacidad explicativa del conjunto de las variables consideradas está representada por el valor del estadístico "R²" (a medida que se acerca a la unidad aumenta la capacidad explicativa global, siendo el límite teórico igual a la unidad), mientras que la significatividad estadística de cada variable individual está representada por el valor del estadístico "t" (donde valores absolutos superiores a 2, dependiendo del tamaño muestral, tienden a ser aceptables, incrementándose la confiabilidad al aumentar dicho coeficiente). Así, un valor reducido del "R²" señala que existen variables explicativas relevantes que han sido omitidas (esto es, no han sido identificadas e incluidas en el modelo), pero ello no invalida la capacidad explicativa individual de las variables cuyos coeficientes "t" demuestran robustez.

24. Aunque debe reconocerse que dichas bonificaciones no forman parte del centro de las campañas publicitarias y que representan un beneficio contingente de la política de comisiones de las AFJP que no es posible apropiarse frente a un cambio en la misma, lo que naturalmente reduce su efectividad. No obstante ello, es de esperar que en el futuro, cuando estas bonificaciones por permanencia aumenten su visibilidad y se hagan más tangibles al aumentar la antigüedad de los afiliados, esta variable pase a ganar alguna relevancia en relación con los traspasos.

25. Por otra parte, si se agrega el total de traspasos netos como porcentaje de los afiliados en el período I.96-I.97, se encuentra que dicha variable guarda una relación positiva significativa ($t = 2,12$) con la participación de capitales extranjeros en las AFJP al inicio de dicho período, y una relación tenuemente negativa (y poco significativa) con la participación de capitales de origen sindical ($t = -0,7$). Tomando como variable dependiente la variación porcentual del total de afiliados, independientemente del origen (en vez de considerar como en el texto los traspasos netos), el capital extranjero continúa actuando en el mismo sentido, y la participación sindical pierde toda significatividad (además de cambiar de signo su efecto). La primera de estas variables, entonces, podría tomarse como una "proxy" de

la "confiabilidad" de los aportantes mejor que el tamaño, pero al no presentar cambios significativos durante el período analizado no contiene poder explicativo en una regresión, razón por la cual su efecto se analiza por separado.

26. Si la variable dependiente que se considera es la variación porcentual de afiliados de cada AFJP, sin distinguir su origen, la capacidad explicativa de la regresión se reduce fuertemente ($R^2 = 0,3$), transfiriendo significatividad individual desde cada una de las variables explicativas hacia la variable tiempo. Por otra parte, si en vez de incluir como variable explicativa la diferencia porcentual (respecto del promedio) del rendimiento acumulado se contabilizara el rendimiento del trimestre anterior de cada AFJP, el resultado de la regresión es prácticamente el mismo al expresado en el texto, salvo en cuanto a que la significatividad de esta variable es prácticamente nula.

27. Porque la comisión neta del costo del seguro de vida e invalidez es aproximadamente el 2,7% del ingreso, y dicha reducción significaría una nueva comisión del 1,7% del ingreso, un 37% inferior.

28. El tamaño de cada AFJP no presenta en ningún caso significatividad positiva, y en consecuencia su coeficiente no se reporta en las regresiones siguientes.

29. Tomando la AFJP Generar, por ejemplo, entre el IV.95 y el IV.96 incrementó la relación CF/CV en 1,6, y el aporte medio subió en \$ 195.

30. En función de los comentarios anteriores, también resulta relevante considerar la existencia de regulaciones sobre la dispersión de rendimientos, tarea que sin embargo se deja de lado en la discusión subsiguiente.

31. Lógicamente, otras dimensiones de la operatoria de las AFJP también son de importancia central, tal como es el caso de la diversificación de riesgos y el control de sus inversiones. Sin embargo, estos factores no dependen de la regulación sobre comisiones y traspasos que se analiza aquí, razón por la cual son omitidas.

32. Como parte de un equilibrio subyacente perfecto, por ejemplo, con estrategias "gatillo" en un juego infinitamente repetido. Ver Kreps (1995).

33. También podría ocurrir que la imposibilidad de realizar gastos de promoción por parte de nuevas AFJP constituya una barrera a la entrada, en cuyo caso el efecto de dicha regulación sería el contrario al señalado en el texto (ver sección 5). De todas formas, sea cual fuese la percepción sobre el efecto de la propaganda sobre la facilidad de entrada al mercado por parte de nuevos competidores, el resto de los argumentos expuestos son suficientemente fuertes como para tornar inviable su eventual coordinación o regulación.

34. También sería deseable evitar la duplicación de inversiones en cualquier otro sector de la economía, tal como se lograría con una planificación central de las mismas. Sin embargo, los problemas de dicha planificación central que se han observado en la historia mundial ayudaron a demostrar que dichas duplicaciones de inversiones cumplen un rol positivo, tal cual

es incentivar a la eficiencia para la supervivencia, factor clave de la eficiencia de los mercados competitivos.

35. Debe notarse que dicho cargo fijo regulado no debería ser cero, ya que en ese caso es posible que las AFJP discriminen por vías distintas al precio (por ejemplo, mala atención) a los aportantes de menores recursos.

36. El material de esta sección sobre las experiencias británica y chilena está basado en Yarrow y Gilbert (1997) e Iglesias Palau (1997), respectivamente.

37. Al presente las recomendaciones del director de la OFT están siendo consideradas por el gobierno del Reino Unido. Por otro lado, no queda claro si los elementos ocultos en las comisiones en el Reino Unido (que según estimaciones recientes alcanzan a representar un 0,15% del valor de las comisiones, pero podrían contener un “ruido” más significativo) son más importantes que la dificultad de comparar comisiones efectivas cuando existen distintas composiciones entre cargos fijos y variables como ocurre en las AFJP argentinas.

38. El incremento en moneda constante tendría mayor relevancia si se tratara de un efecto “blanqueo”, ya que aumentarían los salarios “blanqueados” de los afiliados pero no necesariamente los salarios de equilibrio “ya blanqueados” del personal de las AFP.

39. En Chile, existen mínimas restricciones al traspaso de afiliados entre AFP. Quien desee cambiar de administradora sólo debe firmar una solicitud que lleva el propio vendedor, y no necesita acudir al local de la AFP en la que estaba afiliado, o al de aquella AFP a la que ingresa, no se paga comisión por el traspaso, y el trabajador se puede cambiar de una AFP a otra hasta tres veces en el año.

40. Alternativamente, de acuerdo con esta lógica implícita, si se desea promover la competencia por precios se debería modificar la regulación con el objeto de permitir una mayor diferenciación del producto y reducir la escala mínima eficiente de producción (por ejemplo, autorizando una mayor integración de la industria de AFP con otros negocios, para aprovechar economías de ámbito, o dando más libertad a las AFP para subcontratar servicios). Resulta inmediato detectar la inconsistencia en la primera parte del argumento a la luz de la discusión de la sección 4 del trabajo: si se quiere promover la competencia por precios entonces nunca debería promoverse la diferenciación del producto.

Referencias bibliográficas

- Akerlof, G., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, N° 84, 237-249, 1970.
- Bertín, H. y Perrotto, A. M., "Los nuevos regímenes de capitalización en América Latina: Argentina, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay", SAFJP, *Serie Estudios Especiales*, N° 9, mayo de 1997.
- Carlton, D.W. y Perloff, J.M., *Modern Industrial Organization*, Scott, Foresman/Little, Brown Higher Education, 1990.
- Demsetz, H., "Barriers to Entry", *American Economic Review*, 1982.
- Diamond, P., "Privatization of Social Security: Lessons from Chile", *Revista de Análisis Económico*, vol. 9, N° 1, 1994.
- Iglesias Palau, A., "Competencia y Precios en la Industria de AFP", trabajo preparado para FIEL, 1997.
- Hirshy, M., "The Effect of Advertising on Industrial Mobility. 1947-72", *Journal of Business*, 1981.
- Klein, B. y Leffler, K., "The Role of Prices in Assuring Contractual Performance", *Journal of Political Economy*, 1981.
- Kreps, D.: *Curso de Teoría Microeconómica*, McGraw-Hill, 1995.
- Perrín Towers/Marcú: Estudio sobre Competitividad Internacional de las Comisiones de las AFJPs, 1997.
- Queissner, M.: "Pension Reform and Private Pension Funds in Peru and Colombia", Policy Research Working Paper N° 1853, Banco Mundial, 1997.
- Schmalensee, R.: "Inter-Industry Studies of Structure and Perfor-

mance", en Schmalensee, R. y R. Willig (comps.), *Handbook of Industrial Organization*, North Holland, 1989.

Stiglitz, J., "Imperfect Information in the Product Market", en Schmalensee, R. y R. Willig (comps.): *Handbook of Industrial Organization*, North Holland, 1989

Katz, M., "Vertical Contractual Relations", en Schmalensee, R. y R. Willig (comps.): *Handbook of Industrial Organization*, North Holland, 1989.

Tirole, J., *The Theory of Industrial Organization*, The MIT Press, 1988.

Utton, M.A., *Market Dominance and Antitrust Policy*, Edward Elgar, 1995.

Yarrow, G. y Gilbert, J., "Pension Issues in the UK", trabajo preparado para FIEL, 1997.

Apéndice matemático

Como se describió en el texto, el problema de cada empresa es:

$$\max_{c_i, P_i} \pi_i = (c_i a_i w_i - s_i) * (M_T(P_i + P_j)/2 + M_i(P_i - P_j, c_j - c_i)) - A_i - P_i$$

y las soluciones vienen dadas por las condiciones de primer orden (similares para cada una de las empresas):

$$\pi_{c_i} = - (c a w - s) * M_i^{c_i} + a w M(P, c) = 0$$

$$\pi_{P_i} = (c a w - s) * (M_T'/2 + M_i^{P_i}(P)) - 1 = 0.$$

Para realizar la estática comparada e identificar las condiciones de segundo orden para un máximo, el sistema de ecuaciones conformado por las condiciones de primer orden se diferencia totalmente, agrupando de un lado las variaciones de las variables endógenas (c y P , donde "d" representa el diferencial) y del otro las variaciones de los parámetros considerados ($M_i^{c_i}$, a y P_j):

$$\Delta_{11} * dC_i^* + \Delta_{12} * dP_i^* = (c a w - s) * dM_i^{c_i} + w(cM_i^{c_i} - M) * da + (awM_i^{P_i} + (caw-s)M_i^{c_i P_i}) * dP_j$$

$$\Delta_{21} * dC_i^* + \Delta_{22} * dP_i^* = -cw * (M_T'/2 + M_i^{P_i}) * da + (caw-s)[M_i^{P_i P_i} - M_T''/2] * dP_j$$

donde $\Delta_{11} = -2awM_i^{ci} + (caw-s)M_i^{cici} = -2awM_i^{ci} + (awM(P,c)/M_i^{ci})M_i^{cici}$ (por condición de primer orden), < 0 .
 $\Delta_{12} = \Delta_{21} = aw(M_T'/2 + M_i^{Pi}) > 0$
 $\Delta_{22} = (caw-s)(M_T''/2 + M_i^{PiPi}) < 0$.

Entonces, la condición de segundo orden para un máximo libre se cumple si $\Delta = \Delta_{11} \cdot \Delta_{22} - \Delta_{21} \cdot \Delta_{12} > 0$ (ya que los menores principales Δ_{11} y Δ_{22} son ambos negativos en función de los supuestos enunciados en el texto principal del trabajo). Agrupando términos se obtiene que $\Delta = (aw)^2 \{ ((M_i^{cici}/M_i^{ci}) - 2) \cdot (M_T''/2 + M_i^{PiPi}) - (M_T'/2 + M_i^{Pi})^2 \}$ cuyo signo es positivo sólo si M_i^{cici} , M_T'' y M_i^{PiPi} son "suficientemente grandes" en relación con M_i^{ci} , M_T' y M_i^{Pi} , es decir, si la demanda $M(P,c)$ es suficientemente convexa.

Suponiendo que $\Delta > 0$, la aplicación de la regla de Cramer (reemplazando en la columna de la variable cuya variación quiere determinarse por la columna con los términos del parámetro cuyo cambio se pretende analizar), se obtienen los siguientes resultados:

1. $\partial c_i^*/\partial M_i^{ci} = (awM/M_i^{ci}) \cdot \Delta_{22}/\Delta < 0$;
2. $\partial P_i^*/\partial M_i^{ci} = - (awM/M_i^{ci}) \cdot \Delta_{21}/\Delta < 0$.
3. $\partial c_i^*/\partial a < 0$. Este resultado requiere realizar transformaciones y agrupaciones ya que en principio no resulta en forma inmediata. Así, $w(cM_i^{ci} - M) = - (c/2a) \Delta_{11}/\Delta + B$, donde B es igual a $wM \cdot (cM_i^{cici}/2M_i^{ci} - 1) < 0$, luego de sumar y restar $((caw-s)/2a) \cdot M_i^{cici}$. También, comparando términos, $-cw(M_T'/2 + M_i^{Pi})$ es igual a $-c/a \Delta_{21}$. Entonces, utilizando estas relaciones y agrupando términos se llega a que $\partial c_i^*/\partial a = \Delta_{22}/\Delta [B - (c \cdot \Delta_{21}/2a)]$, que resulta menor que cero si $B > c \cdot \Delta_{21}/2a$, esto es, si $(cM_i^{cici}/2M_i^{ci}) \cdot [1 - wM] > [1 - wcM_i^{ci}]$. Pero, por condición de primer orden, $cM_i^{ci} > M$, y por lo tanto $[1 - wM] > [1 - wcM_i^{ci}]$. Y, dado que tanto $w > 1$ y $M > 1$, $[1 - wM] < 0$ y por ende $[1 - wcM_i^{ci}] < 0$. En consecuencia $(cM_i^{cici}/2M_i^{ci}) \cdot [1 - wM] > 0$ y $[1 - wcM_i^{ci}] < 0$, por lo que se verifica que $B > c \cdot \Delta_{21}/2a$, y en consecuencia que $\partial c_i^*/\partial a < 0$.
4. $\partial P_i^*/\partial a > 0$. Este resultado es inmediato una vez que se utilizan las relaciones observadas en el punto anterior, ya que se llega a que $\partial P_i^*/\partial a = -\Delta_{21}/\Delta [B + (c \cdot \Delta_{11}/2a)]$, expresión claramente positiva dado que $\Delta_{21} > 0$, $\Delta > 0$, $\Delta_{11} > 0$ y $B < 0$.
5. $\partial c_i^*/\partial P_j > 0$. Como se señala en el texto, esta indeterminación obedece a la existencia de dos efectos contrapuestos. La verificación de los mismos es inmediata.

6. Finalmente, también puede verificarse que $\partial P_i^*/\partial P_j > 0$, esto es, la respuesta frente a un aumento en el gasto en promoción por parte de la empresa j puede generar una reducción en el gasto en promoción de la empresa i , siendo esto resultado también de dos efectos opuestos. Por un lado, aumenta la productividad marginal de los gastos en promoción (al aumentar P_j disminuye la diferencia $P_i - P_j$ y por ende aumenta M_i^{Pi}), generando un incentivo a aumentar los mismos. Por otro lado, también aumenta la elasticidad-precio de la empresa i , y por ende tiende a disminuir privilegiar la competencia por comisiones y a reducir el gasto en promoción de la empresa i .

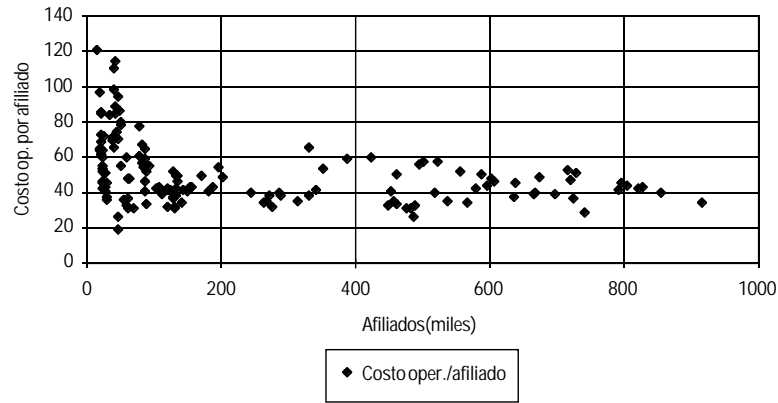
APÉNDICE 1
*Construcción de una función
de costos para las AFJP*

Un elemento de interés en el análisis de la evolución futura del sistema previsional tiene que ver con la condición tecnológica de costos de las AFJP. En particular, evaluar si las economías de escala, que naturalmente existen en niveles pequeños de afiliados, continúan siendo relevantes para niveles mayores o bien si desaparecen y dan lugar a la aparición de deseconomías de escala. En caso de observarse economías de escala en todos los tamaños presentes de AFJP, sería posible que la evolución del proceso de fusiones terminase en un monopolio, ya que tecnológicamente ello podría ser “eficiente”. Por otra parte, si las economías de escala desaparecen a partir de cierto tamaño de AFJP, entonces el análisis ofrecería una predicción del “tamaño óptimo” de las AFJP, y con ella una predicción del número de AFJP que permanecerían al final del actual proceso de fusiones.

Considerando los costos operativos trimestrales de cada AFJP según surge de las Memorias Anuales de la SAFJP, es posible construir una base de datos donde consten los últimos 8 trimestres, y vincular estas observaciones con el número de afiliados respectivos al final de cada trimestre. La relación observada entre costos operativos por afiliados y el número de afiliados se presenta en la figura de la página siguiente.

Por otra parte, dado que hay AFJP que crecen mientras otras se reducen (en cuanto al número de afiliados), resulta oportuno incluir la variación porcentual en su padrón como uno de los factores determinantes de dichos costos operativos. Al hacer esto, sin em-

COSTO OPERATIVO POR AFILIADO



bargo, se pierde como observación el primer trimestre de la muestra, ya que la serie con el total de afiliados por AFJP que publica la SAFJP comienza precisamente en dicha fecha (y por ende no se dispone del valor del trimestre previo a III.95, necesario para incluir las observaciones de este trimestre).

Entonces, suponiendo que (en promedio, y sin relación al tamaño) las AFJP minimizan costos, la regresión donde se vincula el costo operativo por afiliado con el número de afiliados (y se corrige el efecto de la incorporación de nuevos afiliados para considerar una situación estática) ofrece una estimación de la función de costos de una empresa tecnológicamente eficiente (es decir, que minimiza costos dado el nivel de producción exógenamente determinado). Si se discrimina por tipo de erogación, también puede visualizarse cómo se relacionan los gastos administrativos con el tamaño, cómo lo hacen (si existe relación) los gastos en comercialización y el tamaño, etc..

El primer resultado obtenido corresponde a la estimación de la función de costos operativos, y viene dado por la siguiente ecuación (afiliados en miles):

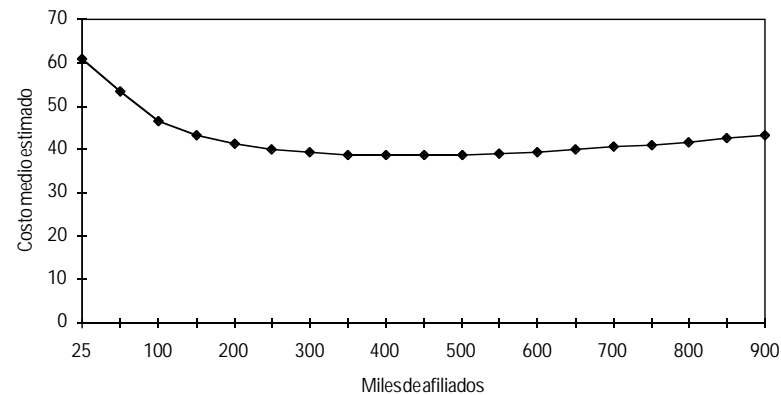
$$\text{Costo operativo/afiliado} = 99 - 27,48 * \log(\text{af.}) + 0,03 * \text{af.} + 35,83 * (\Delta\% \text{ af.})$$

(Estadístico t) (10) (-4,68) (2,36) (2,56)

R² ajustado: 0,27; N = 127.

Vale decir, aun cuando el conjunto de variables incluidas logra explicar menos del 30% de los costos observados, cada una de las variables explicativas es individualmente significativa ($t > 2$) y en consecuencia –suponiendo que el resto de las variables no identificadas y excluidas del modelo permanecen constantes– permiten confiar en su impacto sobre los costos. En lo que se refiere al efecto “tamaño” (por ejemplo, dejando de lado la variable “crecimiento”), representado aquí por el número de afiliados de cada AFJP, se observa que el costo medio estimado tiene una relación lineal negativa con el logaritmo del total de afiliados pero una relación positiva directa con dicho total. Puesto que el primer coeficiente es en términos absolutos significativamente mayor que el segundo (27,48 contra 0,03), inicialmente predomina el efecto negativo del primer término. Sin embargo, como la función logarítmica es no lineal, y en particular sus derivadas primera y segunda son positiva y negativa, respectivamente, la relación negativa entre el costo medio y el número de afiliados por el primer efecto (logarítmico) tiende a desvanecerse al aumentar el tamaño, lo que entonces hace que eventualmente el segundo efecto (directo) pase a dominar y desaparezcan las economías de escala. Este resultado se expone en la siguiente figura, donde se observa que las economías de escala desaparecen aproximadamente al alcanzar 450 mil afiliados, de forma tal que los aproximadamente 6 millones de afiliados actuales serán servidos con costo mínimo (al menos para las AFJP) cuando

COSTO POR AFILIADO SEGÚN REGRESIÓN



el número de empresas sea aproximadamente 12 (por lo menos con la tecnología y regulaciones actuales; si estas cambiaran podría modificarse la función estimada y por ende el tamaño óptimo de la planta).

APÉNDICE 2

La comparación de costos entre el régimen de capitalización y el de reparto

En este punto se comparan dos medidas relevantes: i) el costo por aportante y por afiliado en ambos sistemas (sin considerar las diferencias de calidad o beneficios generados por cada uno de ellos); e ii) el costo para los distintos aportantes, en función del número de años de aporte, rentabilidad del sistema, etc., en términos de la relación aportes/beneficios (por ejemplo, tomando como “costo” los beneficios previsionales no recibidos, algo así como comparar las rentabilidades netas de ambos regímenes).

En cuanto al primer enfoque de costos por afiliado y por aportante, hay que comparar los números de las AFJP, que se aproximan a \$ 45 y \$ 85 por trimestre (incluyendo los costos del seguro de vida e invalidez), respectivamente, con los valores del subsistema previsional de la ANSeS, que trimestralmente se aproximan a \$ 26 por afiliado y \$ 49 por aportante; también se puede comparar el costo en términos del porcentaje del aporte realizado, para lo cual el número de las AFJP es $3,45\% / 0,11 = 31,36\%$ por aportante (promedio lineal, de comisión bruta sobre aportes), mientras que el número del subsistema previsional de la ANSeS es igual a su costo de operación (aproximadamente \$ 63 millones por trimestre) dividido el valor total de aportes personales recibidos (cerca de \$ 380 millones por trimestre), igual a 16,3%.¹ Como se observa, entonces, las cifras de la ANSeS son casi un 50% inferiores a las correspondientes cifras para el régimen de capitalización.

Naturalmente, estos indicadores tienen un sentido absolutamente restringido, ya que las características de los servicios provis-

tos son muy distintas. Por un lado, la relación beneficiarios/aportantes en la ANSeS es infinitamente mayor que en las AFJP, con lo cual la primera brinda al presente un servicio que las segundas no, lo que llevaría a considerar que la diferencia de costos es mayor a la estimada en el párrafo anterior.² Así, deberían compararse ambos sistemas en su madurez, tarea que recién podrá realizarse dentro de treinta años, aproximadamente. Por otra parte, la ANSeS no debe hacerse cargo de distintos tipos de subsidios implícitos que recibe del resto del sector público. Por ejemplo, no debe realizar encajes para estar en condiciones de afrontar imprevistos o desfinanciamientos, ya que en dicha eventualidad sería socorrida por el Estado. De la misma manera, la imputación contable de sus costos inmobiliarios, por ejemplo, podría obedecer a un criterio irreal ya que no se imputaría el costo de oportunidad en el uso de los inmuebles (así, por ejemplo, el subsistema previsional de la ANSeS computa un costo de capital cercano a \$ 1,35 millones por trimestre -2,1% del costo operativo-, mientras que para las AFJP dicho monto asciende a \$ 4,7 millones por trimestre -1,9% del costo operativo), etc. Finalmente, el sistema de reparto se dirige a la extinción, y no resulta apropiado comparar los costos de una “empresa” en contracción (que sólo cubre los costos variables y deja que su capital se deprecie sin reponerlo) con los de una empresa en expansión, sobre la que adicionalmente recaen los costos de brindar información sobre las características del nuevo sistema previsional. En ese sentido, si el sistema de reparto tuviese como objetivo atraer nuevos aportantes, entonces debería realizar distintas inversiones que hoy no lleva a cabo (entre ellas los gastos en comercialización que para las AFJP representan casi el 50% de los costos operativos), y con ello aumentaría su costo significativamente.

Debido a estas dificultades de comparación, parece más apropiado seguir el segundo camino, ya que además, en definitiva, lo importante para los afiliados es el costo implícito en ambos regímenes, medido como la fracción de sus aportes en exceso para obtener una determinada prestación futura. Así, comparando el fondo acumulado en el régimen de capitalización, que da lugar a una determinada prestación sobre la base de una prima de retiro programado, por ejemplo, con el fondo acumulado implícito en la PAP a que dan derecho los aportes al régimen de reparto, es posible computar cuáles son los aportes necesarios bajo ambos regímenes, concluyendo que aquel donde éstos fuesen mayores es el más caro (por ejem-

plo., es el que brinda la menor rentabilidad neta, o la menor relación beneficios/aportes). Resulta simple demostrar que –definido de esta forma– el costo del régimen de reparto es substancialmente mayor al correspondiente costo del régimen de capitalización (cosa que no debería sorprender ya que la definición de la PAP en la ley 24.241, igual a la acumulación del 0,85% de los aportes personales realizados, por ejemplo, $0,85\% * n * w$, donde n = número de años con aportes y w = salario sujeto a aportes, podría decirse fue escogida para generar este efecto).

De todas formas, el análisis cuantitativo y conceptual del trabajo permite observar que el nivel de las comisiones de las AFJP, aun cuando no sea elevado a nivel internacional, resulta de una fuerte competencia en el sector que tiende a privilegiar la promoción, que de ninguna forma puede considerarse un “despilfarro”, por lo que sería de un simplismo muy negativo intentar extraer conclusiones a partir de su comparación con el costo de un régimen residual y en extinción, donde precisamente no existe competencia y la calidad del destino de los fondos aportados no es puesta a prueba, siendo éste uno de los factores principales de la preferencia por los sistemas competitivos como el que se observa en la Argentina desde 1994.

Notas

1. El proyecto del Diputado Oraldo Britos hace referencia a un costo del sistema de reparto durante los años 1995 y 1996 del 1,6% sin aclarar la base de cálculo de dicho porcentaje, aun cuando el mismo se compara con un costo (neto del seguro de invalidez y sobrevivencia) aproximado de 25% de los aportes en el caso de las AFJP en el tercer trimestre de 1996.

2. En lo que se refiere al costo operativo como porcentaje de los aportes realizados esta diferencia no es relevante, ya que en ambos casos sólo se consideraron los aportes personales, y puede suponerse que los costos de atención de los actuales beneficiarios del régimen anterior son solventados por los aportes patronales y por los otros recursos recibidos por la ANSeS.

ANEXO
CUADRO 1
LAS CIFRAS DEL SISTEMA PREVISIONAL: EL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN

	III.94	IV.94	I.95	II.95	III.95	IV.95	I.96	II.96	III.96	IV.96	I.97	II.97
Ingresos operativos				193.086	216.964	193.836	242.774	207.633	261.485	255.667	263.389	
Costos operativos				228.599	205.460	203.496	198.980	200.802	248.601	255.373	213.840	
G. comerc. + pers. ventas				80.197	76.703	86.539	90.832	82.623	111.301	140.621	102.976	
Resultado operativo				(35.513)	11.504	(9.660)	43.794	6.831	12.884	294	49.549	
Patrimonio neto				764.455	759.237	746.882	768.112	767.379	777.582	770.289	809.008	
Promotores (número)	39.209	17.416	12.449	11.764	11.833	12.326	14.100	14.809	18.427	18.353	19.460	20.012
Comisión bruta efectiva (1)	3,40%	3,50%	3,51%	3,52%	3,53%	3,56%	3,50%	3,48%	3,48%	3,47%	3,46%	3,45%
Aportes voluntarios/total*				58.547	58.547	0,68%	0,79%	0,87%	0,59%	1,09%	0,63%	0,76%
Primas de riesgo sistema				58.547	67.874	51.602	61.651	36.996	55.739	55.431	56.097	
Costo seguro (1)	2,17%	1,97%	1,37%	0,77%	1,23%	0,90%	0,86%	0,75%	1,21%	0,77%	0,76%	0,81%
Afiliados (miles)	2.242	3.431	3.648	3.843	4.329	4.779	4.989	5.245	5.548	5.472	5.549	5.821
Aportantes (miles)	1.401	2.029	2.034	2.033	2.168	2.644	2.711	2.586	2.834	2.762	2.856	2.987
Traspasos **		80	31	41	52	62	101	140	194	244	171	227
Gastos promocionales/costos				35%	37%	43%	46%	41%	45%	55%	48%	
G. promoc./costos netos prima				47%	56%	57%	66%	50%	58%	70%	65%	
Result. operativo/patrimonio				-4,6%	1,0%	-1,5%	5,7%	0,9%	1,7%	0,0%	6,1%	
G. promoc./((mil.) afiliado)				20,9	17,7	18,1	18,2	15,8	20,1	25,7	18,6	
G. promoc./((mil.) aportante)				39,4	35,4	32,7	33,5	32,0	39,3	50,9	36,1	
G. promoc./promotor				6,8	6,5	7,0	6,4	5,6	6,0	7,7	5,3	

CUADRO 1 (Cont.)

	III.94	IV.94	I.95	II.95	III.95	IV.95	I.96	II.96	III.96	IV.96	I.97	II.97
Promotor/((mil.) afiliado)	17,5	5,1	3,4	3,1	2,7	2,6	2,8	2,8	3,3	3,4	3,5	3,4
Promotor/((mil.) aportante)	28,0	8,6	6,1	5,8	5,5	4,7	5,2	5,7	6,5	6,6	6,8	6,7
Comisión neta (1)	1,23%	1,53%	2,14%	2,76%	2,30%	2,66%	2,64%	2,73%	2,27%	2,69%	2,70%	2,64%
Comisión neta (2)		2,16%	2,73%	2,73%	2,56%	2,68%	2,87%	2,86%	2,64%	2,74%	2,72%	2,71%
Relación. aportante/afiliados	0,62	0,59	0,56	0,53	0,50	0,55	0,54	0,49	0,51	0,50	0,51	0,51
Comisión neta (1)*(ap/afiliado)	0,77	0,91	1,20	1,46	1,15	1,47	1,43	1,34	1,16	1,36	1,39	1,35
Comisión neta (2)*(ap/afiliado)	0,77	0,94	1,37	1,55	1,27	1,49	1,60	1,41	1,39	1,38	1,41	1,40
Traspasos/aportantes	-	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,05	0,07	0,09	0,06	0,08

(1) Promedio lineal del sistema.

(2) Promedio ponderado por el número de afiliados de cada AFJP.

* Incluye depósitos convenidos.

** 1995 es estimado sobre la base de un total efectivo de 186.000 traspasos.

ASAP - ASOCIACIÓN DE ADMINISTRADORAS PRIVADAS

AFJP ASOCIADAS

Consolidar AFJP S.A.
Generar AFJP S.A.
Máxima AFJP S.A.
Previnter AFJP S.A.
ProRenta AFJP S.A.
Siembra AFJP S.A.

CONSEJO DIRECTIVO

Presidente	Ricardo Guitart	Siembra AFJP S.A.
Vicepresidente	Gonzalo Aguilar	Máxima AFJP S.A.
Secretario	Mario Rossi	Previnter AFJP S.A.
Vocal	Eduardo Zimmermann	Consolidar AFJP S.A.
Vocal	Piero Zuppelli	Generar AFJP S.A.
Director Ejecutivo	Horacio Canestri	ASAP

FUNDACION DE INVESTIGACIONES
ECONOMICAS LATINOAMERICANAS

Presidente Honorario: Arnaldo T. Musich

CONSEJO DIRECTIVO

Presidente: Ing. Víctor L. Savanti
Vicepresidentes: Dr. Juan P. Munro
Sr. Federico J. L. Zorraquín
Dr. Fernando de Santibañes
Secretario: Sr. Carlos R. de la Vega
Prosecretario: Ing. Manuel Sacerdote
Tesorero: Dr. Mario E. Vázquez
Protesorero: Dr. Luis M. Otero Monsegur

Vocales: Dr. Guillermo E. Alchourón, Ing. Juan Manuel Almirón, Sr. Alberto Alvarez Gaiani, Ing. Jorge Brea, Dr. Salvador Carbo, Sr. Luis M. Castro, Dr. Enrique C. Crotto (Presidente de la Sociedad Rural Argentina), Sr. Carlos de Jesús, Dr. Jorge L. Di Fiori (Presidente de la Cámara Argentina de Comercio), Sr. Pedro García Oliver, Dr. Carlos C. Helbling, Dr. Adalbert Krieger Vasena, Sr. Pedro Lella, Ing. Carlos A. Leone, Ing. Franco Livini, Sr. Roque Maccarone, Sr. Julio Macchi (Presidente de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires), Ing. Norberto Morita, Dr. Santiago Soldati, Ing. Juan Pedro Thibaud, Ing. Esteban Takacs, Ing. Oscar Vicente.

CONSEJO CONSULTIVO

Sr. Jorge Rubén Aguado, Ing. Francisco Badía Vidal, Sr. Ghislain de Beauce, Dr. Carlos A. Bulgheroni, Sr. Alberto Cárdenas, Sr. José Gerardo Cartellone, Sr. Michael Contie, Sr. Javier D'Ornellas, Sr. José M. Elicabe, Lic. Jorge Ferioli, Sr. Julio Gómez, Sr. Egidio Ianella, Ing. Oscar Imbellone, Sr. Alejandro Ivanisevich, Sra. Amalia Lacroze de Fortabat, Ing. Edgardo Lijtmaer, Ing. Juan C. Masjoan, Sr. José Mc Loughlin, Sr. Francisco Mezzadri, Sr. Flemming M. Morgan, Sr. Javier Nadal, Sr. Francisco de Narvaez Steuer, Ing. Patricio Perkins, Sr. Carlos A. Popik, Sr. Scott Portnoy, Sr. Karl Ostenrieder, Sr. Aldo B. Roggio, Ing. Antonio Romero, Ing. Jorge Romero Vagni, Sr. Roberto S. Sánchez, Sr. Luis Schirado, Sr. Guillermo Stanley, Sr. Rafael Suarez Olaguibel, Lic. Mauricio Wior.

CONSEJO ACADEMICO

Ing. Manuel Solanet, Lic. Mario Teijeiro.

CUERPO TECNICO

Economistas Jefe: Daniel A. Artana (Director), Juan Luis Bour, Ricardo López Murphy, Fernando Navajas.

Economista Asociado: Santiago Urbiztondo

Economista Principal Dpto. Economía de la Educación: María Echart.

Economistas Senior: Nora Marcela Cristini, Oscar Libonatti, Patricia M. Panadeiros, Abel Viglione.

Economistas: Cynthia Moskovits, Nuria Susmel.

Economistas Junior: Sebastián Auguste, David Humpreys, Ramiro A. Moya.

Investigadores Visitantes: Enrique Bour, Alfonso Martínez, Mario Salinardi, Luis Soto.

Asistentes de Investigación: L. Martin Lucero, R. Sacca.

Asistentes de Estadísticas: R. Altgelt, D. Aromí, G. Bermudez, M. Crivelli, W. Chiarvesio, B. Nohl, D. Pedreira, F. Savanti, D. Zak.

Centro de Cómputos: M. Flores, R.I. Montañó.

Gerente de Relaciones Públicas: Ing. Eduardo Losso.

ESTAS EMPRESAS CREEN EN LA IMPORTANCIA DE
LA INVESTIGACION ECONOMICA PRIVADA EN LA ARGENTINA

Acindar Industria Arg.de Aceros S.A

AES Energy Ltda.

AGA S.A.

Agfa Gevaert Arg. S.A.

Aguas Argentinas S.A.

Alpargatas S.A.I.C.

American Express Argentina S.A.

Amoco Argentina Oil Co.

A.B.N. AMRO Bank

Argencard S.A.

Aseg. de Cauciones S.A. Cía. Seg.

Aseg. de Créditos y Garantías

Asoc. Argentina de Seguros

Asoc. de Bancos Argentinos

Asoc. de Bancos de la Rep. Arg.

Astra Cía. Arg. de Petróleo S.A.

Automóvil Club Argentino

Autopistas Del Sol S.A.

Bac S.A.

Bagley S.A.

Banca Nazionale del Lavoro S.A.

Banco COMAFI

BankBoston

Banco de Crédito Argentino

Banco de Galicia y Buenos Aires

Banco de la Ciudad de Buenos Aires

Banco de la Nación Argentina

Banco de la Provincia del Chubut

Banco del Buen Ayre

Banco de Río Negro

Banco Europeo para América Latina

Banco Exterior S.A.

Banco Florencia

Banco General de Negocios

Banco Israelita de Córdoba S.A.

Banco Morgan

Banco Quilmes

Banco Río

Banco Roberts S.A.

Banco Sáenz S.A.

Banco Sudameris

Banco Supervielle Société Generale

Banco Velox S.A.

Banque Nationale de Paris

Banque Paribas

Bansud S.A.

Bayer Argentina S.A.

Benito Roggio e Hijos

Blaisten SACIF. y M.

Bodegas Chandon S.A.

Bolsa de Cereales de Buenos Aires

Bolsa de Comercio de Bs.As.

Booz Allen & Hamilton de Arg. S.A.

Bridas S.A.P.I.C.

Brinks Argentina S.A.

Bunge y Born S.A.

Caja de Seguro S.A.

Cadbury Stani S.A.

Cámara Argentina de Comercio

Cámara Argentina de Supermercados

Camuzi Gas Del Sur

Caspian Securities Incorporated

Cargill S.A.C.I.

CB Capitales Argentina

CEI Citicorp Holdings S.A.

Cervecería y Maltería Quilmes

Ciba Geigy Argentina S.A.

Cielos del Sur S.A.

Citibank, N.A.

CMS Operating S.A.

Coca Cola de Argentina S.A.

Coca Cola FEMSA de Buenos Aires

Cohen S.A. Soc. de Bolsa

Compañía de Comunicaciones

Personales del Interior S.A.

Compañía de Radio Comunicaciones

Móviles

Consultora Lavalle S.A.

COPAL

Correo Argentino S.A.

Corsiglia y Cía. Soc. de Bolsa S.A.

Cosméticos Avon SACI

Credit Suisse First Boston Co.

Cryovac Argentina S.A.

CTI Compañía de Teléfonos del

Interior S.A.

Cyanamid de Argentina

Deutsche Bank

Deloitte and Touche

Diners Club Argentina

Disco S.A.

Dow Química Argentina S.A.

Droguería Del Sud

Du Pont Argentina S.A.

Edenor S.A.

Editorial Atlántida S.A.

Electrodos S.A.
Esso S.A. Petrolera Argentina
Est. Vitivinícolas Escorihuela

F.V.S.A.
Federación del Citrus de Entre Ríos
Ferrosur Roca S.A.
Ford Argentina S.A.
Fratelli Branca Dest. S.A.
Fund. Cámara Española de Comercio
de la Rep. Arg.

Gas Natural Ban S.A.
Glaxo Wellcome S.A.

Heller-Sud Servicios Financieros S.A.
Hewlett Packard Argentina S.A.

ICI Argentina SAIC
IBM Argentina S.A.
Industrias Metalúrgicas Pescarmona
ING Bank
Ipako S.A.
Isaura S.A.

Jose Cartellone Const. Civiles S.A.
Juan Minetti S.A.

Laboratorios Rontag S.A.
La Plata Cereal S.A..
La Previsión Coop. de Seguros Ltda.
Loma Negra C.I.A.S.A.
Luncheon Tickets S.A.
Lloyds Bank (BLSA) Limited

MAPFRE Aconcagua Compañía de
Seguros S.A.
Massalin Particulares S.A.
Mastellone Hnos. S.A.
Máxima S.A. AFJP
Mc Donald's
Medicus A. de Asistencia Médica y
Científica
Mercado de Valores de Bs. As.
Mercedes Benz Arg. S.A.C.I.F.I.M.
Merchant Bankers Asociados
Merck Sharp & Dohme Arg.
Merrill Lynch Internacional
Monsanto Argentina S.A.I.C.
Morixe Hermanos S.A.C.I.
Morgan Grenfell & Co. Ltd.
Murchison S.A. Estib. y Cargas

Nestlé Argentina S.A.
Nobleza Piccardo S.A.I.C.F.

OCASA
Organización Techint
Orígenes AFJP S.A.

Pepsi Cola Argentina S.A.
Pérez Companc S.A.
Petrolera Arg. San Jorge S.A.
Petroquímica Bahía Blanca S.A.I.C.
Pirelli Argentina S.A.
Prefinex S.A.
Previnter AFJP
Price Waterhouse & Co.

Quaker Elaboradora de Cereales
Quickfood Alimentos Rápidos SA

Rabobank
Refinerías de Maíz S.A.I.C.F.

S.A. Garovaglio y Zorraquín
SC Johnson & Son de Arg. S.A.
SanCor Coop. Unidas Ltda.
Shell C.A.P.S.A.
Siembra AFJP
Siemens S.A.
Sociedad Comercial del Plata S.A.
Sociedad Rural Argentina
Socma Americana S.A.
Sol Petróleo S.A.
Sulzer Argentina S.A.
Swift Armour S.A. Argentina

Telecom Argentina
Telefónica de Argentina
Telintar S.A.
The Chase Manhattan Bank NA.
Tía S. A.
Total Austral
Transportadora de Gas del Norte S.A.

Unicenter Shopping
Unilever de Argentina S.A.

Vidriería Argentina S.A.
VISA

Xerox Argentina I.C.S.A.

YPF S.A.

Editado por Manantial SRL, para
la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

Impreso en abril de 1998 en Color Efe,
Paso 192, Avellaneda, Argentina

Editado por Manantial SRL, para
la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

Impreso en abril de 1998 en Color Efe,
Paso 192, Avellaneda, Argentina