

Investigación Prueba que Sistema de AFP Ha Impulsado el Crecimiento Económico de Chile

- Estudio de los economistas Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel, concluye que un tercio del mayor crecimiento del P.I.B. de Chile en las últimas dos décadas se logró gracias al Sistema de Pensiones.
- La reforma previsional activó el círculo virtuoso de mayor ahorro nacional, más inversión, perfeccionamiento del mercado laboral, desarrollo del mercado de capitales, más crecimiento y progreso.
- Para el año 2003, los especialistas calculan en US\$ 230 por habitante, el aumento del P.I.B. per cápita atribuible a la reforma previsional.

El estudio "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile" encomendado por la Asociación de AFP a los economistas Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel en el año 2002 (ver en www.afp-ag.cl/Estudios/Efectos.pdf), constituye el primer análisis integral del impacto de la reforma de pensiones sobre el crecimiento de la economía chilena.

El estudio mide el aporte de la reforma previsional sobre la base de cuantificar sus efectos sobre el crecimiento económico a través de tres canales: desarrollo de los mercados de capitales, aumento en los flujos de ahorro e inversión e incremento del empleo y su formalización.

Concluyen que la reforma aportó 0,5 puntos porcentuales a la tasa promedio anual de crecimiento del PIB en los 22 años que fue del 4,6%, esto es, más de un 10% por año. Éste constituye el valor intermedio del rango posible estimado para el aporte de la reforma al crecimiento, situado entre 0,2% y 0,9%. La lección es que una reforma de pensiones profunda puede contribuir sustancialmente al crecimiento económico, a través del financiamiento fiscal del déficit de transición, la acumulación y utilización de trabajo y capital, y una mayor eficiencia en el uso de los factores de producción.

Mercados de capitales

La reforma de pensiones chilena ha tenido importantes efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales, contribuyó al perfeccionamiento de la regulación financiera, a la mejora en los gobiernos corporativos de las empresas y a la protección del los inversionistas minoritarios, a una especialización en las decisiones de inversión, a la creación de la industria de clasificación de riesgo y custodia de títulos, además de haber aumentado el tamaño de los mercados financieros y estimular la innovación y creación de nuevos instrumentos. También tuvo efectos sobre la estructura del sistema financiero y el desarrollo de otros mercados, como el de los seguros de vida.

La investigación concluyó que el ahorro obligatorio del sistema de pensiones explica un 30% del notable incremento en la profundidad financiera (la relación entre activos financieros y PIB) que logró Chile entre 1981 y 2001. Este desarrollo financiero es uno de los determinantes más importantes y robustos del crecimiento, tanto en Chile como en el mundo. Se estimó que entre un 32% y un 57% del aumento de la productividad de los factores en Chile se debe a la mayor profundidad financiera alcanzada en las últimas décadas, en lo cual la reforma de pensiones fue muy importante.

Cuadro N° 1
Mercado de Capitales: Crecimiento y Participación de los Fondos Previsionales ⁽¹⁾
 (En Millones de US\$ de 2002)

| Instrumentos | 1981 | 2002 | Crecimiento Mercado Capitales | % Fondos Previsionales en el total de títulos de 2002 |
|-----------------------------------|---------------|----------------|-------------------------------|---|
| Títulos Estatales | 797 | 17.464 | 21,9 veces | 75% |
| Letras Hipotecarias y bonos Bcos. | 513 | 8.431 | 16,6 veces | 97,5% |
| Bonos de Empresa | 71 | 7.459 | 104,5 veces | 75% |
| Acciones (2) | 5.235 | 47.430 | 9,1 veces | 8,2% |
| Depósitos a Plazo | 4.208 | 22.167 | 5,3 veces | 35,4% |
| Cuotas Fondos Inversiones | 0 | 1.117 | Nuevo título | 89,5% |
| Otros | 2.703 | 7.196 | 2,7 veces | 37,2% |
| TOTAL | 13.527 | 111.264 | 8,2 veces | 37,8% ⁽³⁾ |

⁽¹⁾ : Fondos Previsionales incluye a los Fondos de Pensiones administrador por las AFP y a las inversiones de las Compañías de Seguros de Vida que administran las pensiones por Renta Vitalicia.

⁽²⁾ : Desde 1985, fecha en que se autorizó a los Fondos de Pensiones a invertir en acciones, el patrimonio bursátil ha crecido 72 veces, pasando de US\$ 660 millones a los US\$ 47.430 millones de 2002.

⁽³⁾ : A diciembre 2002 habían US\$ 6.168 millones invertidos en el exterior, con US\$ 290 de las compañías de seguros de vida y US\$ 5.878 de los Fondos de Pensiones, representando un 5,5% del mercado nacional de 2002.

Como se aprecia en el Cuadros N° 1, los fondos previsionales han sido fundamentales en el crecimiento del mercado de capitales. A modo de ejemplo, ha permitido un fuerte desarrollo de los préstamos para viviendas con Letras Hipotecarias, mercado que creció casi 17 veces y en el que participan casi en un 100% las AFP y compañías de seguros de vida.

En los gráficos N° 1, 2 y 3 se muestra el fuerte aumento de las transacciones en acciones, renta fija e intermediación financiera. Es así que, los montos en acciones aumentaron 49 veces; las transacciones en renta fija 1.425 veces e intermediación financiera 180 veces. Estos incrementos se registran desde el inicio de las inversiones de los Fondos de Pensiones en cada uno de los instrumentos.

Gráfico N° 2
Montos Transados Renta Fija
 (LHF, Bonos, Bco. Central y Tesorería)

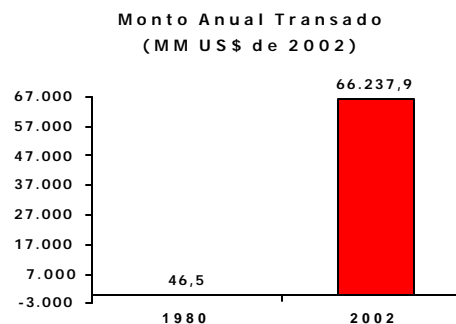


Gráfico N° 1
Montos transados Acciones

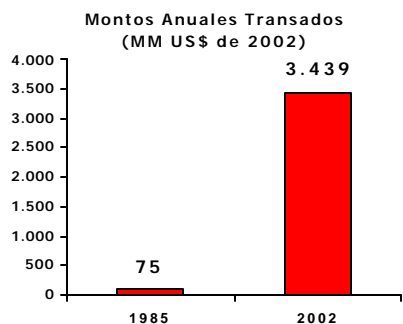


Gráfico N° 3
Montos transados Intermediación Financiera
 (Pagars del Banco Central, Tesorería, Minvu, Bancos y Efectos de Comercio de Empresas)

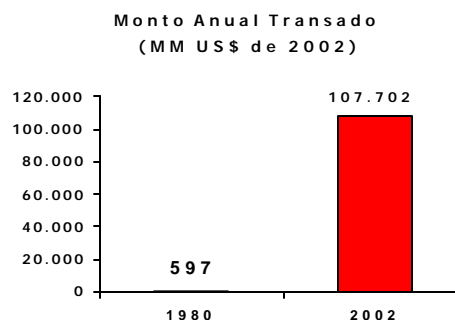
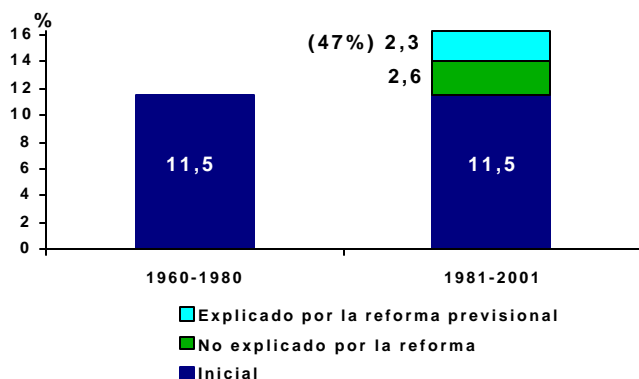
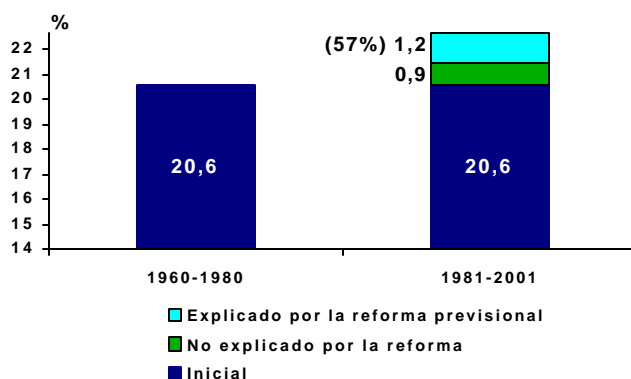


Gráfico N° 4**Efectos sobre Ahorro Nacional (% PIB)****Gráfico N° 5****Efectos sobre Inversión Doméstica (% PIB)****Ahorro Nacional e Inversión Doméstica**

Se estima en el estudio que el efecto total de la reforma de pensiones sobre la tasa de ahorro nacional promedio durante 1981-2002 es equivalente a un aumento de 2,3 puntos porcentuales del PIB. En tanto, el aumento estimado para la tasa de inversión doméstica promedio se calcula en 1,2 puntos porcentuales del PIB. Esto indica que la reforma de pensiones tuvo una contribución importante a las mayores tasas de ahorro e inversión observadas en Chile a partir de los años 80.

En los gráficos 4 y 5, se puede observar que la

reforma de pensiones aportó un 47% del mayor ahorro nacional registrado en el período 1981 – 2001. Además el efecto sobre la inversión fue muy significativo, contribuyendo en un 57% del mayor crecimiento que experimentó la inversión desde la instauración del sistema de AFP respecto al período 1960 – 1980.

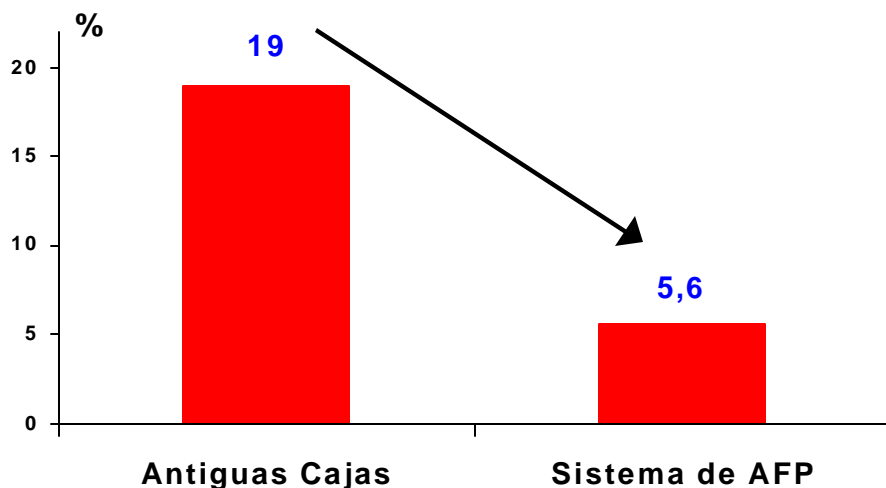
Mercado Laboral

La reforma de pensiones generó más empleo, contribuyó a formalizar el mercado laboral y estimuló una mayor productividad del trabajo.

Estos efectos positivos son consecuencia de una drástica disminución de lo que se denomina “impuesto

implícito al trabajo”, que pasó desde un promedio de 19% del salario bruto en el antiguo sistema a un 5,6% en el sistema de AFP. Las cotizaciones mensuales en las AFP son de 12,2% promedio, pero estas aportaciones generan rentabilidad, lo que hace disminuir el “impuesto implícito al trabajo” a 5,6% del salario bruto.

En el Gráfico N° 6 se observa la reducción del impuesto implícito al trabajo entre el antiguo sistema de reparto y el nuevo sistema de capitalización individual.

Gráfico N° 6**Impuesto Implícito al Trabajo**

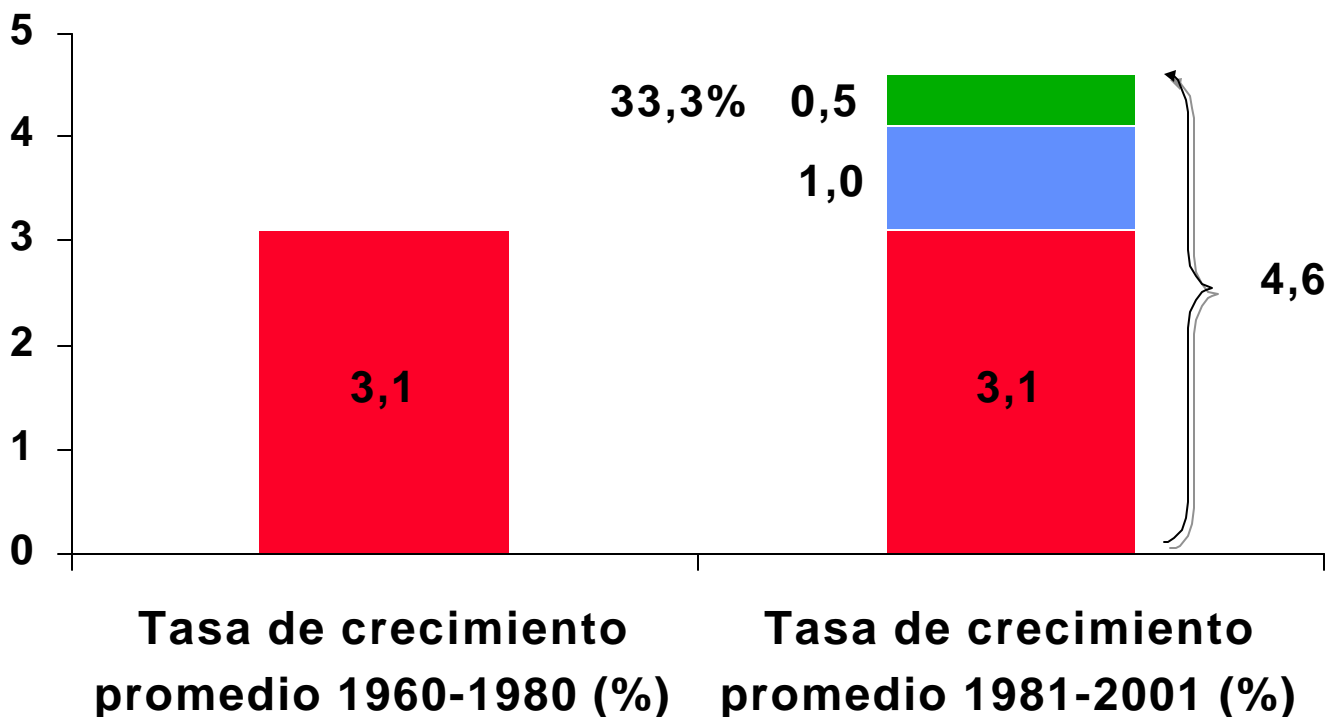
Conclusiones

Entre 1960 – 1980, el Producto Interno Bruto (P.I.B.) chileno creció a una tasa promedio anual de 3,1%, cifra que se elevó a 4,6% promedio anual en el período 1981 – 2001, período de vigencia del nuevo sistema previsional. En el logro de este punto y medio más de crecimiento por año en las últimas dos décadas, el Sistema de AFP contribuyó con un 0,5%. (Ver Gráfico N° 7)

Los economistas señalan que probablemente que la mayor parte de los efectos de la reforma probablemente ya se han materializado, pero los efectos sobre los niveles de ingreso son permanentes. Por ejemplo, del nivel actual del P.I.B. per capita (en torno a US\$ 5.000), aproximadamente US\$ 230 se pueden atribuir al efecto de la reforma previsional.

Gráfico N° 7 Reforma y Crecimiento del PIB

■ Inicial ■ No explicado ■ Aporte Reforma Previsional



Nota:

Cuadro N° 1, Gráficos N° 2 y 3 son de fuente y elaboración del Departamento de Estudios Asociación de AFP.

Gráficos N° 4, 5 y 7. elaborados por Klaus Schmidt-Hebbel

Gráfico N° 6. Elaborado por el Departamento de Estudios de la Asociación de AFP en base a información de la Investigación.

La información de este boletín puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación.

Consultas: Departamento de Estudios Asociación Gremial de AFP; **Dirección:** Avenida 11 de Septiembre 2155, Torre B, piso 14, Providencia. Santiago – Chile; **Fono:** (56 – 2) 3811717; **Fax:** (56 – 2) 3811721;

E-mail: estudios@afp-ag.cl; **Web Site:** www.afp-ag.cl