

EFFECTOS MACROECONÓMICOS DE LA REFORMA DE PENSIONES EN CHILE

**Vittorio Corbo
Klaus Schmidt-Hebbel**

Septiembre 2003

Resumen Ejecutivo

Objetivos y metodología del estudio

La revolucionaria reforma del sistema de pensiones adoptada por Chile en 1981, que sustituyó un sistema de reparto administrado por el estado por un sistema de capitalización manejado por el sector privado, ha tenido importantes efectos sobre el desempeño económico del país. El objetivo de este estudio es cuantificar estos efectos, centrándose en las dimensiones macroeconómicas que inciden en el crecimiento económico. Se identifican tres canales potenciales a través de los cuales la reforma puede haber contribuido a un crecimiento más elevado: el aumento en los flujos de ahorro e inversión, el incremento y la formalización del empleo, y el desarrollo de los mercados de capitales. El enfoque adoptado en este estudio consiste en adaptar y desarrollar modelos analíticos y estadísticos para estimar los efectos de la reforma de pensiones sobre los tres canales identificados y, por esta vía, sobre el crecimiento. El estudio presenta rangos estadísticamente plausibles y robustos de los efectos atribuibles a la reforma, controlando por la influencia de otros factores y reformas en ámbitos distintos, que se han observado en Chile durante el último cuarto del siglo veinte.

Características de la reforma

La reforma de pensiones chilena introdujo cambios radicales en tres aspectos fundamentales, los que determinan la naturaleza de sus efectos sobre la economía. En primer lugar se modificó sustancialmente el diseño del sistema contributivo, reemplazándose el sistema antiguo de reparto por uno de capitalización (con potenciales efectos sobre el ahorro y el desarrollo financiero), transformando el sistema desde uno actuarialmente injusto a uno potencialmente justo que relaciona directamente las contribuciones actuales con los beneficios futuros (con potenciales efectos sobre el empleo), y reemplazando para el contribuyente los riesgos del crecimiento del PIB y el riesgo político de cambios en las reglas del sistema de reparto por los riesgos de retorno (también con potenciales efectos sobre el empleo). En segundo lugar se reformó el rol del estado, principalmente en cuatro dimensiones: extinción total del sistema público de contribuciones en el largo plazo, propiedad privada de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), nuevo rol estatal de regulación y supervisión del sistema reformado, y fortalecimiento del rol redistributivo y de proveedor de seguros pensionales (pensión mínima y asistencial). Por último, la reforma tuvo características de gradual transición sistémica y de reconocimiento de los derechos pensionales de los contribuyentes al viejo

sistema. Otras características importantes de la transición sistémica son el financiamiento público de la reforma – que es un factor clave al evaluar los efectos sobre el ahorro y la inversión – y la serie de cambios secundarios en aspectos regulatorios del sistema que se han introducido durante las dos últimas décadas.

Desarrollo del nuevo sistema de pensiones

El nuevo sistema de pensiones ha tenido un notable desarrollo desde su creación. Los activos financieros manejados por el sistema representan un 55.8% del PIB en 2002, con una rentabilidad promedio anual real bruta que ha alcanzado un 10.4% desde 1981. Los contribuyentes al nuevo sistema, que a fines de 1981 alcanzaban un 28% de la fuerza laboral, constituyen un 57.9% de la fuerza laboral en 2002, mientras que los pensionados bajo el nuevo sistema equivalen a un 7.3% de la fuerza de trabajo. La tasa de ahorro obligatorio pensional promedio ha alcanzado un 4.6% del PIB. El gradual desplazamiento del sistema antiguo se refleja en que los contribuyentes a él constituyen sólo un 4.8% de la fuerza de trabajo y los pensionados un 16.9% en el año 2000.

Ahorro nacional e inversión doméstica

Un canal de contribución de la reforma al crecimiento del PIB es a través del ahorro nacional y de la inversión doméstica. Son cuatro los efectos que puede tener la reforma sobre el ahorro total: (i) el cambio en el ahorro o superávit global del gobierno, considerando la magnitud del déficit pensional de transición causado por la reforma (por la disminución en los contribuyentes al antiguo sistema y el reconocimiento de la deuda para con los que se cambian al nuevo sistema); (ii) el nuevo ahorro pensional obligatorio de los hogares en las AFP; (iii) la respuesta del ahorro privado al cambio en el ahorro total del gobierno; y (iv) la respuesta del ahorro voluntario de los hogares al ahorro pensional obligatorio que deben realizar.

Para cuantificar los efectos anteriores se utilizan rangos plausibles para los parámetros que representan la respuesta del ahorro privado al ahorro público y al ahorro obligatorio en el sistema de pensiones, y para las formas de financiamiento del déficit público transicional. Se estima que el efecto total sobre el ahorro nacional varía desde un aumento máximo de 4.6% del PIB en el período 1981-2001, que se observa si el gobierno financia íntegramente el déficit pensional de transición a través de un ajuste fiscal no pensional y cuando el ahorro voluntario no reacciona ante el aumento en el ahorro obligatorio, hasta un aumento mínimo de 0.7% del PIB, con una estimación intermedia equivalente a un 2.3% del PIB.

Los efectos sobre la tasa de inversión dependen del grado de integración financiera de la economía a los mercados internacionales (o la sustitución entre el ahorro nacional y el ahorro externo). La evidencia muestra que esta integración es imperfecta, por lo que se observa una relación positiva entre el ahorro nacional y la inversión doméstica. En el estudio se estima un rango para el coeficiente de compensación entre ahorro nacional y ahorro externo que se encuentra entre 0.42 y 0.60, con un valor intermedio de 0.51. Así, considerando los efectos estimados sobre el ahorro nacional, el rango para el aumento estimado en la tasa de inversión doméstica durante 1981-2001 se encuentra entre un 0.3% del PIB y un 2.8% del PIB, con una estimación intermedia de un 1.2% del PIB. Este

resultado indica que la reforma de pensiones en Chile tuvo una contribución importante a las mayores tasas de ahorro y de inversión observadas en Chile a partir de los años 80.

Mercados laborales

La reforma tiene dos efectos potenciales sobre el nivel de empleo en la economía. El primero se origina al reducirse el impuesto laboral implícito existente en el antiguo sistema y el segundo se origina al alterar los incentivos que influyen sobre la decisión de la edad de jubilación. La reducción en el impuesto implícito se debe al aumento en la tasa de retorno de las contribuciones y a la disminución en la tasa total de contribuciones. En base a las diferencias observadas entre el retorno de los mercados de capitales y la tasa de crecimiento del PIB (equivalente al retorno bajo el antiguo sistema), se estima que el impuesto implícito del antiguo sistema variaba entre un 15% y un 22% del salario bruto, con una estimación media de un 19%. Para la estimación del impuesto implícito del nuevo sistema se utilizaron estimaciones anteriores, que lo ubican en un valor cercano al 5.6% del salario bruto.

Para estimar la respuesta a esta disminución en el impuesto implícito del trabajo se utiliza un modelo de mercados laborales segmentados, con un sector formal que respeta y un sector informal que evade o elude los requerimientos de la legislación laboral, y con rigideces en el sector formal que se reflejan en un salario sobre el equilibrio en este sector y flexibilidad de salarios en el sector informal. Los resultados de las simulaciones del modelo muestran que el aumento del empleo total atribuible a la reforma – a lo largo de todo el período en que se observan cambios en los mercados laborales – está en un rango entre un 1.3% y un 3.7%, con efectos sobre la composición del empleo reflejados en una disminución del empleo informal de entre un 1.1% y un 1.3%, y un aumento en el empleo formal de entre un 3.2% y un 7.6%. La mayor participación del empleo formal tiene un efecto adicional sobre el PIB, derivado de la mayor productividad del trabajo formal. Ello se ve reflejado en un aumento de la productividad media de los trabajadores, que se estima – como efecto total – en una ganancia situada en un rango de entre un 0.11% y un 0.32% del PIB.

Los sistemas de pensiones también difieren en los incentivos que ofrecen para la decisión de la edad de jubilación de sus participantes. Bajo un sistema de beneficios definidos, posponer el período de trabajo después del año en que el trabajador obtiene el derecho de su pensión, cuyo valor es determinado por los salarios obtenidos en los últimos años, es costoso porque implica sacrificar la pensión. En cambio, en los planes de contribución definida, un año más de trabajo incrementa el valor presente de las pensiones futuras. Por lo tanto, la reforma de 1981 puede haber incrementado la participación de los trabajadores de edades mayores en la fuerza de trabajo y luego el empleo total. Este estudio encuentra que, bajo ciertos supuestos de comportamiento, un 0.49% del empleo observado en el año 2001 puede atribuirse al efecto de la reforma sobre la participación de los trabajadores, lo que se traduciría en una contribución de 0.015% a la tasa promedio de crecimiento de la economía entre 1981 y 2001. Sin embargo, la falta de robustez de este resultado ante supuestos alternativos, y considerando que la magnitud estimada es cuantitativamente despreciable, se excluye este efecto de la estimación del impacto global de la reforma de pensiones sobre el crecimiento.

Mercados de capitales

De acuerdo con variados estudios cualitativos, la reforma de pensiones chilena ha tenido importantes efectos sobre el desarrollo de los mercados de capitales, entre los cuales destacan el perfeccionamiento de la regulación financiera, la mejora en los gobiernos corporativos de las empresas, la mayor especialización en las decisiones de inversión, los mayores incentivos a la innovación y creación de nuevos instrumentos financieros, el mayor tamaño de los mercados financieros, y efectos secundarios en la estructura del sistema financiero y de otros mercados. En este trabajo se consideran estos efectos sobre el desarrollo de los mercados financieros y de capitales en Chile, representado por la profundización financiera de la economía, a su vez reflejada en el cociente entre la razón de la suma de los principales activos financieros de la economía chilena y el PIB (FIR). Se postula un modelo para explicar la contribución del ahorro obligatorio originado por la reforma a FIR, controlando por el aporte de otros determinantes relevantes del desarrollo de los mercados financieros. Sobre la base de 20 especificaciones alternativas, se encuentra un efecto robusto y elevado de la variable de ahorro obligatorio, que explica entre un 30% y un 46% del notable incremento en la profundidad financiera que logró Chile entre 1981 y 2001.

Desarrollo financiero y productividad total de factores

De acuerdo con muchos estudios internacionales, el desarrollo financiero es uno de los determinantes más importantes y robustos del crecimiento mundial del PIB y, en particular, del crecimiento de la eficiencia, reflejada por la productividad total de factores (PTF). En este estudio se estima el efecto de la profundización financiera (medida por FIR) sobre la PTF en Chile. Luego, en base a dicha estimación, se puede identificar la contribución de la reforma de pensiones sobre la PTF. Para llevar a cabo lo anterior se estima una relación entre la PTF y FIR, controlando por otras variables que también han influyido en la evolución de la productividad en Chile. En base a 20 especificaciones distintas, se identifica un efecto robusto de la profundidad financiera sobre el nivel de la PTF. Entre un 32% y un 57% del aumento de la PTF observado entre 1981 y 2001 es atribuible a una mayor profundidad financiera.

Crecimiento económico agregado

Haciendo uso de una función de producción con retornos constantes a escala y combinando las estimaciones anteriores de los efectos de la reforma sobre la inversión, los mercados laborales y la PTF, se pueden calcular rangos plausibles para la contribución de la reforma de pensiones al crecimiento histórico observado en Chile en los 21 años posteriores a la reforma. El crecimiento real del PIB alcanzó un 4.6% promedio anual entre 1981 y 2001. Este estudio estima que 0.5 puntos porcentuales (pp) de la cifra anterior son atribuibles a la reforma de pensiones – un valor intermedio que se encuentra en un rango estimado entre un efecto máximo de 0.93 pp y un mínimo de 0.22 pp. El valor intermedio estimado (0.49 pp) corresponde a la suma de 0.07 puntos debidos al aumento del empleo (en respuesta a la disminución en el impuesto implícito al trabajo), 0.03 pp producto de la mayor productividad media del trabajo (por la formalización del empleo), 0.13 pp causados por el aumento en la inversión en capital fijo y 0.20 puntos debidos a la mayor productividad total

de factores (en respuesta al desarrollo financiero). Efectos de interacción entre la reforma de pensiones y otros determinantes explican los 0.06 pp residuales.

El mayor crecimiento del PIB causado por la reforma de pensiones durante el período 1981-2001 obviamente se ve reflejado en un mayor nivel del PIB en el año 2001. Pues bien, la contribución de la reforma se estima en un 4.6% del nivel del PIB de 2001. Esta última estimación constituye el valor intermedio de un rango de contribución que va desde un mínimo de un 1.9% del PIB a un máximo de 9.8% del PIB de 2001. De aceptarse el valor intermedio como el más plausible, y considerando una fracción similar para el nivel del PIB de Chile en el año 2003, que es cercano a US\$ 5,000 por habitante, puede concluirse que aproximadamente US\$ 230 del producto por habitante en Chile pueden atribuirse a la combinación de los distintos efectos que ha tenido la reforma de pensiones de 1981.

Se anticipa que los efectos sobre la tasa de crecimiento del PIB disminuirán en el futuro hacia cero, a medida que se complete la transición sistémica hacia el nuevo sistema de pensiones y la evolución de la economía hacia una senda de crecimiento estacionario. De hecho, los efectos en el mercado laboral ya se han completado casi en su totalidad. Por lo tanto a futuro, y antes que la transición culmine, los efectos sobre el crecimiento vendrán solamente por incrementos adicionales en las tasas de ahorro y de inversión, y de mejoras adicionales en la productividad total de factores, reduciéndose en el tiempo ambos efectos hasta llegar a ser nulos.

Conclusión

La experiencia chilena representa un experimento de laboratorio único, al constituir el primer cambio sistémico – revolucionario y completo – de los sistemas tradicionales de pensiones del mundo. Más aún, los más de 21 años de experiencia post-reforma representan una oportunidad única para evaluar los efectos macroeconómicos y de crecimiento de la reforma de pensiones de 1981. Este estudio ha presentado una cuantificación integral de los rangos plausibles y robustos de los efectos que ha tenido la reforma sobre el crecimiento del país, a través de los distintos canales que señala la teoría y la experiencia internacional. Se concluye que, de acuerdo con las estimaciones intermedias presentadas aquí, aproximadamente la décima parte de la tasa promedio de crecimiento del PIB observada entre 1981 y 2001 es atribuible a los efectos de la reforma de pensiones, lo que implica que aproximadamente la vigésima parte del nivel actual de ingreso por habitante en Chile se debe a las favorables consecuencias de la reforma de 1981.