

JOAQUÍN AGUILERA R.

Desde la reforma de 1981, que abrió paso a las administradoras de fondos de pensiones (AFP) bajo un esquema de capitalización individual, el desarrollo del mercado financiero y la acumulación de los ahorros han tenido efectos significativos sobre la evolución de la economía. Un análisis con modelos propios de análisis econométrico realizado por Clapes UC, en colaboración con la Asociación de AFP en la construcción de una base de datos con 43 años de información, pondera el impacto acumulado de los fondos de pensiones sobre algunas de las principales variables del desarrollo económico, desde que se implementó esta reforma hasta 2023, concluyendo que el ahorro previsional "tuvo un efecto positivo y significativo en la economía chilena, generando más inversión, empleos y crecimiento".

Así, las conclusiones apuntan a que el efecto más trascendente ha estado en el crecimiento de la inversión doméstica, donde los fondos de pensiones explican 1,2 puntos de la expansión acumulada de 3,6% que ha tenido este indicador, es decir, un tercio del total. Estos ahorros también representan un 7% de la variación acumulada del PIB real y un 2,6% del crecimiento de la población ocupada (ver infografía).

El director del centro de estudios, Felipe Larraín, que además es uno de los autores del documento junto con Hermann González y Alberto Belmar, destaca que si bien este análisis toma referencias de estudios previos, como el realizado por los economistas Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel, también considera una base de datos que duplica el ejercicio más reciente (ver tabla). Sin embargo, también recalca que los resultados son coherentes entre sí: "Los efectos permanecen en el tiempo, y en el caso, por ejemplo, de la inversión a PIB, el efecto es muy similar. En el de empleo, estamos bastante alineados y en el nivel del PIB, estamos también en el mismo rango. Yo creo que aquí estamos hablando de efectos mayores, de efectos que no son insignificantes".

**Más inversión**

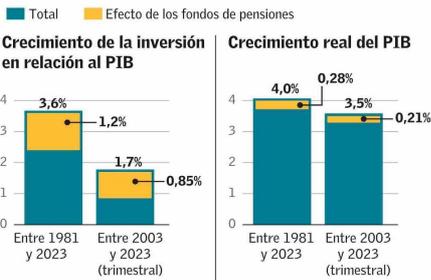
De acuerdo a las conclusiones del estudio, el impacto más relevante que han tenido los fondos de pensiones en la economía está en el fortalecimiento de la inversión doméstica. En este ejercicio se aplica una ecuación ponderando la evolución del ahorro previsional dividido por el crecimiento acumulado de la inversión como porcentaje del PIB, y se obtiene que por cada punto porcentual que crece el ahorro, la inversión doméstica lo hace en 0,42 puntos. Larraín precisa que el rol de estos recursos en la eco-

Estudio de Clapes UC sobre impacto en la economía desde 1981:

# Capitalización individual de los fondos de pensiones explica un tercio del crecimiento de la inversión local desde que se implementó

Mediante la construcción de una base de datos con 43 años de información y un modelo propio, el documento calcula que el aporte del ahorro previsional también equivale a un 7% del crecimiento del PIB y un 2,6% de la población ocupada.

## Impacto de los fondos de pensiones en el desarrollo económico



Fuente Clapes UC EL MERCURIO



Felipe Larraín (al centro), Hermann González y Alberto Belmar (a la izquierda) son los autores de este estudio. Antes de ellos, hicieron un ejercicio similar Rodrigo Fuentes (2013), Klaus Schmidt-Hebbel y Vittorio Corbo (2003).

nomía se traduce en que "hay empresas que califican, colocan bonos de largo plazo para financiar sus proyectos, y esos bonos los compran los que son parte del fondo de pensiones, y eso permite que se realicen. Por ejemplo, las carreteras concesionadas, y otras empresas que son calificadas por una comisión. Es-

## Estimaciones previas sobre impacto económico de los fondos de pensiones

Autores	Años del estudio	Inversión % del PIB	Empleo total	Nivel del PIB
Corbo y Schmidt-Hebbel (2003)	1981-2001	1,2%	1,3%-3,7%	2%-9,8%
Fuentes (2013)	1981-2011	1%-1,37%	-	8,6%-14,4%
Belmar, González y Larraín (2024)	1981-2023	1,2%	2,6%	3,9%-9,8%

Fuente Clapes UC EL MERCURIO

## Evolución reciente de activos en los fondos de pensiones



Fuente Clapes UC en base a Superintendencia de Pensiones y Banco Central EL MERCURIO

## RETIROS

Tras el proceso de retiros, los fondos de ahorro previsional cayeron de 82% a 57% del PIB.

cer estos efectos, y es un error no considerar esa variable".

## Economía y ahorro

Desde el punto de vista del impacto en el crecimiento del PIB real, los cálculos muestran que del promedio anual de expansión del 4% que ha tenido la economía, 0,28 puntos se atribuyen a los fondos de pensiones. El modelo contempla otras variables, como los términos de intercambio, la apertura comercial, los aranceles a las importaciones o el gasto público. A diferencia de la relación con la inversión, la frecuencia trimestral de entre 2000 y 2023 muestra que la incidencia del ahorro previsional fue más baja en este período, explicando un 5,9% del crecimiento total.

Para el cálculo del impacto sobre empleo, se utiliza una estimación basada en la relación de esta variable con la evolución del PIB per cápita, obteniendo que el ahorro previsional significó un 2,6% del crecimiento de la población ocupada en el período histórico, y un 3,7% del aumento del empleo asalariado entre 2000 y 2023.

Estos cálculos incorporan la incidencia de distintos shocks sobre las variables de interés, incluyendo los retrocesos de ahorros previsionales, que redujeron los activos administrados por las AFP desde 82% del PIB a un 57%.

**“Cualquier cambio debería considerar estos antecedentes, para avanzar en fortalecer el desarrollo de los fondos previsionales y que sigan empujando las principales variables macroeconómicas del país”.**

FELIPE LARRAÍN, DIRECTOR CLAPES UC.

vinculada con el ahorro previsional. En este sentido, Larraín cree que estos resultados también permiten sacar conclusiones relevantes en la discusión de futuras reformas al sistema de pensiones, pues "cualquier cambio debería considerar estos antecedentes, para avanzar en la idea de fortalecer el desarrollo de los fondos previsionales y que sigan empujando las principales variables macroeconómicas del país. Hay varios que han querido minimizar o descono-

te ahorro les sirve para financiar sus proyectos de largo plazo". El documento también aplica esta fórmula a un período más reciente de información, con frecuencia trimestral entre 2003 y 2023, y se observa que el efecto relativo de los fondos de pensiones fue todavía más significativo durante estos años, al mismo tiempo que la inversión agregada perdió dinamismo: del 1,7% que creció la inversión local, prácticamente la mitad (0,85 puntos porcentuales) está