

Racionalidad del Fondo de Reserva de Pensiones

Minuta del Consejo Fiscal Asesor

Marzo, 2017

1. Introducción

La regla del balance estructural en Chile establece el nivel del gasto público en función de una estimación de los ingresos estructurales del gobierno y el objetivo del balance estructural. Con ello, los cambios en los activos y pasivos del gobierno son una decisión residual luego de la determinación del balance fiscal que implica la aplicación de la regla del balance estructural. En una minuta anterior argumentamos lo anterior, enfatizando que los cambios en los fondos soberanos del gobierno podían enmarcarse en una decisión de portafolio dado el cambio neto en los activos del gobierno que implica la regla fiscal.¹ A pesar de lo anterior, el stock de activos y pasivos del gobierno condicionan el grado de respuesta que puede tener la política fiscal ante contingencias variadas. Por ejemplo, un nivel elevado de deuda y pocos activos pueden hacer inviable una política fiscal expansiva cuando las condiciones económicas así lo ameriten (e.g., en una recesión económica). Por lo tanto, la disponibilidad de fondos soberanos está estrechamente ligada a la aplicación de regla del balance estructural.

La ley de Responsabilidad Fiscal de 2006 estableció dos fondos soberanos para administrar los ahorros que se derivan de la aplicación de la regla del balance estructural. Estos fondos son el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), constituido a fines de 2006 y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), constituido a principios de 2007. Para cada uno de estos fondos se estableció la institucionalidad básica para su operación, definiendo las reglas para su evolución en el tiempo. Estas reglas guardan relación con los aportes y retiros hacia y desde estos fondos. A fines de enero del 2017, los valores de mercado del FRP y FEES eran 8.994 y 13.995 millones de dólares respectivamente, los cuales representan en torno a 3,7% y 5,8% del PIB.

El propósito de esta nota es discutir los elementos detrás de la racionalidad del Fondo de Reserva de Pensiones y sus reglas de acumulación y retiros. Junto con ello, analizamos posibles sugerencias de mejoras en las reglas del FRP de considerarse necesario. Para ello, discutimos brevemente los objetivos de los fondos soberanos. Luego analizamos la racionalidad de las reglas de aportes y retiros del Fondo de Reserva de Pensiones. Finalmente, realizamos una discusión de las actuales reglas de aportes y retiros del FRP y sugerimos aspectos que pudieran modificarse.

2. Objetivos de los Fondos Soberanos

Los fondos soberanos forman parte integral de la política fiscal de Chile implementada por medio de la regla del balance estructural. Por una parte, reflejan el ahorro obtenido cuando los ingresos fiscales efectivos son mayores a los ingresos estructurales. Por la otra, son una fuente de financiamiento para contingencias futuras del gobierno. Cuando se crearon esos fondos soberanos chilenos, se estableció como objetivo contribuir a la estabilidad macroeconómica y a financiar ciertos pasivos contingentes. En el caso específico del Fondo de Reserva de Pensiones, su objetivo es financiar las obligaciones

¹ Ver dicha minuta en http://www.dipres.gob.cl/594/articles-147685_doc_pdf.pdf

previsionales del Fisco hacia los sectores vulnerables. A su vez, el Fondo de Estabilización Económica y Social tiene por finalidad financiar el déficit fiscal y la amortización de deuda pública. Dado lo anterior, se podría argumentar que existen dos propósitos para los fondos soberanos y, por ello, se podría establecer dos fondos separados para cada uno de estos propósitos. A continuación discutimos cada uno de estos propósitos.

En primer lugar, un fondo soberano debiera estar constituido para ayudar a suavizar el gasto público a lo largo del ciclo económico. Este fondo soberano representaría un ahorro por motivos de precaución para tener recursos fiscales en situaciones económicas más apremiantes como una recesión o una crisis económica. El FEES tendría este objeto al tratar de financiar el déficit fiscal, toda vez que éste se genera por una situación cíclica adversa. Esta discusión sobre la racionalidad FEES esta descrita en mayor detalle en la minuta anterior del CFA sobre los fondos soberanos.² Así, utilizar el FEES para financiar un déficit de carácter cíclico requiere definir un tamaño de este ahorro que permita cubrir los costos de crisis económicas de envergadura y de desastres naturales, cuando los ingresos efectivos caen de manera importante por debajo de los estructurales, y, en particular, en circunstancias en que el acceso a financiamiento internacional puede verse limitado. Adicionalmente, aun cuando ello no responde estrictamente al rol de stock amortiguador de shocks temporales, el tamaño del FEES debe considerar que el Fondo de Reserva de Pensiones obtiene del FEES por ley un 0,2% del PIB cada año en que exista un déficit fiscal efectivo.

En segundo lugar, un fondo soberano podría tener como objetivo financiar los costos que tienen reformas fiscales o dinámicas demográficas que implican un mayor desembolso fiscal futuro. Estos mayores desembolsos que se anticipan podrían durar por un periodo específico del tiempo, esto es, que sean necesarios durante la transición hacia un nuevo estado estacionario, para luego extinguirse una vez alcanzado ese nuevo régimen. Alternativamente estos mayores gastos futuros pueden ser permanentes y por tanto requerir de la mantención de activos en forma continua para su financiamiento. Esta distinción afecta tanto la regla óptima de acumulación como la de retiros desde el fondo. En cualquiera de estos casos, en esta categoría recaería el objeto del FRP, cuyo propósito es ayudar a financiar las obligaciones previsionales futuras del gobierno.

Es importante notar que el FRP reconoció lo anterior, al destacar que su creación respondió al nuevo escenario demográfico caracterizado por una mayor esperanza de vida y a un aumento de la población de tercera edad, lo que implica un desafío para el fisco por cuanto se anticipan mayores costos previsionales futuros. A esto se sumó los requerimientos de la reforma previsional del 2008, al sostener que el FRP debiera sustentar la necesidad de garantizar pensiones básicas solidarias a quienes no han logrado ahorrar lo suficiente para su jubilación. Sin embargo, no sólo las pensiones pueden originar gastos fiscales adicionales en una transición. Por ejemplo, un cambio en la dinámica demográfica puede anticipar también un mayor gasto fiscal en salud hacia adelante. En la misma línea, en la medida en que parte de los ingresos fiscales provengan de recursos no renovables, el FRP puede ayudar a trasladar recursos a través de generaciones.

Por ello, se podría argumentar que el FRP debiera formar parte de un fondo soberano más general que tiene como propósito financiar la transición anticipada de un mayor gasto fiscal hasta alcanzar un nuevo régimen más permanente.

² Nuevamente ver http://www.dipres.gob.cl/594/articles-147685_doc_pdf.pdf para más detalles.

En resumen, los fondos soberanos podrían tener dos propósitos separados. Uno para financiar gastos fiscales anticipados más altos, y otro como un ahorro precautorio ante situaciones económicas cíclicamente adversas. El FRP pertenecería al primer propósito mientras que el FEES al segundo.

3. Reglas de aportes y retiros del FRP

Como mencionamos anteriormente, la ley de Responsabilidad Fiscal del 2006 creó el FRP con el objeto de financiar futuras contingencias fiscales en materia de pensiones. En particular, el objetivo del FRP quedó definido como el de complementar “el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia, regulada en el decreto ley N° 3.500, de 1980, y de las pensiones asistenciales reguladas en el decreto ley N° 869, de 1975.”³ Posteriormente, la Reforma Previsional del año 2008 introdujo un conjunto de adecuaciones a la ley que tuvieron como consecuencia ajustar la normativa del FRP a los nuevos beneficios contemplados en dicha reforma. Esto es, el FRP debe “complementar el financiamiento de las obligaciones derivadas de la pensión básica solidaria de vejez, la pensión básica solidaria de invalidez, el aporte previsional solidario de vejez y el aporte previsional solidario de invalidez.”⁴

Junto con los objetivos establecidos, la ley de Responsabilidad Fiscal también delimitó las reglas que determinan la evolución del FRP en el tiempo. Así, el aporte mínimo al FRP es un monto equivalente al 0,2% del Producto Interno Bruto (PIB) del año anterior. Si el superávit fiscal efectivo es superior a 0,2% del PIB, el FRP recibe un aporte equivalente a dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB del año anterior. Se argumenta que esta regla de acumulación asegura anualmente recursos frescos para el FRP, independientemente de la situación fiscal que el país viva cada año. Cabe señalar que los aportes al FRP deberán efectuarse hasta que éste alcance un tamaño máximo equivalente a UF 900 millones, tal como lo establece el último inciso del artículo 6° de la ley de Responsabilidad Fiscal.

Para el caso de los retiros del FRP la ley de Responsabilidad Fiscal estableció lo siguiente: los recursos del FRP sólo pueden ser usados para complementar el financiamiento de las obligaciones de pensiones y del Sistema de Pensiones Solidarias (SPS). A pesar de que la ley estableció que desde su creación hasta el año 2016 era posible realizar retiros anuales desde el FRP por un máximo equivalente a la rentabilidad que genere el fondo el año anterior, no se han efectuados retiros del FRP hasta fecha. A partir de 2016, se puede utilizar anualmente recursos por un monto máximo equivalente a un tercio de la diferencia entre el gasto en obligaciones derivadas del SPS del año respectivo y el gasto total efectuado por dicho concepto el año 2008 actualizado por inflación.

³ Ley 20.128 promulgada en Septiembre del 2006. El texto completo se encuentra en <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=253645&idVersion=2006-09-30>.

⁴ Ver modificaciones que la ley 20.255 que establece la Reforma Previsional del 2008 introdujo a la ley 20.128 en [https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=253645&idParte=8189759&idVersion=.](https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=253645&idParte=8189759&idVersion=)

4. Discusión

Las reglas para el FRP plantean una serie de interrogantes. ¿Qué factores determinan el tamaño máximo del FRP? ¿Por qué se debe aportar al FRP si es que el balance fiscal es negativo? ¿Por qué en dichas circunstancias de déficit fiscal el FEES debe subsidiar los aportes al FRP?

Para determinar las reglas óptimas de acumulación y retiro de un fondo soberano como el FRP se debe considerar una serie de factores, entre ellos (1) el monto de las obligaciones que se anticipan para el futuro, (2) el horizonte en que se requerirá esos flujos (cuándo se comienzan a necesitar y por cuánto tiempo), (3) el retorno, y (4) la dinámica estocástica de gastos e ingresos futuros, así como de la rentabilidad neta de los activos.

Un caso simple que ilustra algunas de estas consideraciones se presenta en la Figura 1 más abajo. La figura representa una situación similar a la que plantea la Teoría del Ciclo de Vida desarrollada por Franco Modigliani y Richard Brumberg⁵, y supone que en largo plazo no existe un déficit fiscal de origen previsional. Esto es, el FRP se requiere para financiar sólo la transición hacia un nuevo régimen de ingresos previsionales. Tras el anuncio de un cambio significativo en los gastos previsionales en T0, se tiene un período durante el cual los ingresos son mayores a los gastos y por tanto se acumula recursos. Luego, cuando los gastos en pensiones aumentan temporalmente hasta un *peak*, entre T1 y T2, los recursos ahorrados se reducen hasta llegar a cero en el momento en que se alcanza el nuevo régimen con gastos e ingresos que se igualan (desde T2 en adelante). Bajo esta lógica se debiera acumular en el FRP sólo hasta alcanzar el gasto fiscal previsional mayor requerido en la transición, el cual se visualiza como temporal y por sobre lo que sería en nuevo régimen previsional. Desde ese momento en adelante se debiera usar los recursos ahorrados en el FRP hasta extinguirlo.

La situación que ilustra la figura podría darse, por ejemplo, en el caso de una reforma previsional que eleve los recursos que aportan quienes se pensionarán en el futuro más lejano (desde T2) pero que entregue recursos a quienes ya están pensionados (o próximos a hacerlo) sin pedirles nuevos aportes, generando así un déficit de carácter temporal (entre T1 y T2).

Un caso alternativo es cuando una reforma eleva el gasto sin una contraparte en ingresos futuros (esto es, T2 se ubica en el infinito). Este es el caso que analiza la Teoría de Ingreso Permanente de Milton Friedman.⁶ A diferencia de la situación anterior, el uso de recursos desde T1 en adelante debe ser tal que los fondos acumulados nunca se extingan.

Estos ejemplos sencillos permiten ilustrar que el tamaño máximo del FRP debe garantizar el financiamiento de alguna fracción del déficit previsional de las obligaciones fiscales – y el remanente con ingresos permanentes--. La regla de acumulación debe estar alineada con alcanzar ese máximo en el momento en que se requiera comenzar a desacumular, mientras que la regla de retiros debe considerar la extensión de tiempo en que se gastarán esos recursos.

Ello lleva a algunas consideraciones y sugerencias respecto del FRP y sus reglas de acumulación y retiro definidas en la ley:

⁵ Modigliani, Franco y Richard Brumberg (1954), "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross Section Data", en K. Kurihara (ed.) *Post-Keynesian Economics*, Rutgers University Press.

⁶ Friedman, Milton (1957), *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.

- a. La existencia del FRP debiera preservarse. Esto dado que las obligaciones previsionales del gobierno son significativas y puede ser que éstas continúen aumentando en el futuro.
- b. Las obligaciones e ingresos fiscales de carácter previsional probablemente crecen con el PIB. Por tanto, el tamaño máximo del fondo debiera también establecerse como porcentaje del PIB. Por esta razón, cuesta entender el origen de los UF 900 millones como monto máximo para el FRP definido por la ley. Tampoco se sabe cuáles fueron los criterios que determinaron el tamaño de los aportes y retiros.⁷ ¿Qué implican los UF 900 millones para la dinámica del FRP? Uno podría expresar los UF 900 millones como porcentaje del PIB y ver qué magnitud se podría financiar sólo con los retornos. A precios actuales, las 900 millones de UF corresponden al 15% del PIB. Con ello, y dado que el FRP actual es sólo 3,7% del PIB, la dinámica del FRP establecería que el proceso de aportes debiera continuar por muchos años más hacia adelante.
- c. Por ello, cualquier modificación de la institucionalidad del FRP debiera hacer un esfuerzo por explicitar la racionalidad y/o criterios que justifican los parámetros detrás de las reglas de aportes y retiros. Esto implica que se requiere un estudio que sustente que los parámetros de las reglas que determinan la evolución del FRP están bien calibrados tanto en el contexto actual como en eventuales situaciones futuras que cambien de manera significativa las obligaciones previsionales del gobierno.
- d. A la discusión anterior se agrega que la evaluación de este límite que se hizo en el marco del último estudio de sustentabilidad muestra que las 900 millones de UF son suficientes para soportar una situación de stress durante 4 años consecutivos.⁸ De acuerdo a las estimaciones provistas por el estudio, el mínimo límite que permitiría resistir el escenario de stress de 4 años corresponde a un valor de 663,4 millones de UF. El resultado de la sostenibilidad general del FRP que presenta el estudio parece robusto a distintos supuestos, debido a que el aporte mínimo de 0,2% del PIB prácticamente cubre los retiros máximos permitidos anualmente. Mantener un activo de tamaño excesivo en relación a las necesidades que debe cubrir puede ser caro en términos sociales, pues impide el uso de los recursos acumulados en otros gastos alternativos cuya utilidad marginal social puede ser más alta. Cabe destacar, sin embargo, que las estimaciones del estudio de sustentabilidad del FRP se realizaron antes del reajuste que recientemente se aplicó a la Pensión Básica Solidaria y la discusión sobre una reforma al sistema de pensiones. Los problemas de inconsistencia temporal pueden hacer menos creíble que las obligaciones previsionales permanentes que gobierno va adquiriendo alcancen a estar financiadas completamente con ingresos permanentes del gobierno en el futuro. Por lo tanto, un enfoque precautorio debiera prevalecer para limitar la magnitud que puede usarse del FRP por sobre la rentabilidad que el fondo genera.
- e. Si bien en esta nota describimos al FRP y al FEES como cumpliendo roles distintos y por tanto separables, es importante destacar que la decisión del portafolio de recursos que mantiene el Estado debe evaluar a ambos fondos en su conjunto pues, en principio, se trata de recursos fungibles. En particular, se pueden tratar de manera separada si actúan en circunstancias totalmente aisladas, lo que no es el caso. En efecto, existe incertidumbre respecto de gastos e ingresos previsionales futuros, por tanto, el FRP también puede actuar como un amortiguador

⁷ El CFA investigó la Historia de la Ley 20.128, así como una serie de documentos publicados en torno a las leyes que rigen los fondos soberanos, y no pudo encontrar información que avalara los parámetros determinados en la ley.

⁸ Dipres (2016), *Estudio sobre la Sustentabilidad del Fondo de Reserva de Pensiones*.

ante ciertos shocks, así como el FEES puede complementar el financiamiento de las obligaciones en el ámbito previsional del Estado de ser necesario. Por la misma razón, valdría la pena estudiar la conveniencia de analizar si tiene sentido usar un 0,2% del PIB del FEES para aportar al FRP cuando existe un déficit fiscal. Toda vez que prevé varios años más hacia adelante con déficit fiscal.

- f. No obstante lo anterior, un motivo para separar ambos sería el de aislar el FRP de su uso para otros gastos considerados de menor valor social en el largo plazo –por ejemplo, aquéllos que se asocian a presiones del ciclo político--. En efecto, ello puede explicar la obligación de aportar al FRP todos los años, incluso en cuando haya un déficit fiscal efectivo. Sin embargo, como planteamos anteriormente, no es claro cómo se determinaron los parámetros de aportes mínimos y máximos al FRP, y por tanto es difícil evaluar si ello responde a un manejo óptimo de portafolio que considera restricciones de carácter político.
- g. Finalmente, las reglas de aportes y retiros del FRP debieran estar en función del sistema de pensiones vigente. Como hemos discutido, el FRP está constituido para hacer frente a las obligaciones previsionales futuras del gobierno y, en consecuencia, modificaciones al sistema de pensiones vigente pueden alterar de manera significativa estas obligaciones futuras del gobierno. Por lo tanto, cualquier modificación significativa al sistema de reforma de pensiones debiera evaluar si las reglas para el FRP debieran redefinirse para garantizar la sustentabilidad de las obligaciones previsionales del gobierno.

Figura 1

