

**SAFJP**

**SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRADORAS  
DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES**

**SERIE  
ESTUDIOS  
ESPECIALES**

**Año 1**

**Número 3**

**El valor agregado  
del sistema de  
capitalización individual**

**Hugo D. Bertín\* y Andrea M. Perrotto\*\***

**Julio de 1996**

*\* Analista de la Unidad de Estudios Económicos y Estadísticas de la S.A.F.J.P.*

*\*\* Asistente de la Unidad de Estudios Económicos y Estadísticas de la S.A.F.J.P.*

*Se agradecen los comentarios de Marcelo De Biase, Carlos Grushka, Rafael Rofman y Gustavo Stirparo.*

*Las opiniones expresadas en este documento son de la exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con las de la Superintendencia.*

## EL VALOR AGREGADO DEL SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL

### *Resumen*

*En este trabajo se presenta una metodología para el cálculo del valor agregado que aporta el sistema de capitalización individual a la economía nacional.*

*En la primera parte se exponen, sintéticamente, las principales características del nuevo régimen y las funciones que tienen en el mismo las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones. En la segunda sección se examinan los diversos componentes de los ingresos y de los costos que caracterizan el funcionamiento de las AFJP. A continuación se analiza la metodología preparada para cuantificar el valor agregado del sector según las distintas definiciones del mismo. Finalmente en la cuarta parte se realizan los cálculos respectivos, para el primer año y medio de funcionamiento del sistema.*

### *Abstract*

*This study presents a methodology for estimating the value added to the national economy, by the fully funded pension system.*

*In the first section, we briefly present the main characteristics of the new system and the performance of the pension funds' managing companies. In the second section we examine the different components of the revenues and costs of the companies. The methodology of the added value and the different definitions are presented in the following section. Finally, in the fourth section we present the results obtained for the first 18 months of the system.*

---

**. *Indice***

. Introducción ..... 3

. Ingresos y egresos de las AFJP ..... 6

. Metodología para el cálculo del valor agregado..... 8

. El valor agregado del régimen de capitalización individual, 1994-1995.....13

. Conclusiones ..... 20

## **. Glosario**

ABsI: Amortización de bienes intangibles

ABsU: Amortización de bienes de uso

AGd: Amortización de gastos diferidos

AGLz: Amortización de gastos de lanzamiento

ApCAFJP: Aportes a la Cámara de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

ApSAFJP: Aportes a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones y Comisiones Médicas

ASfw: Amortización de software

COp: Costos operativos

COp neto: Costos operativos netos

Cp: Costos en personal

IOp: Ingresos operativos

OGop: Otros gastos operativos

OGsT: Otros gastos totales

RKOp: Remuneraciones operativas al capital

ROp: Resultado operativo

ROp neto: Resultado operativo neto

Tx: Impuestos

TxA: Impuestos a los activos

TxIB: Impuestos a los ingresos brutos

TxG: Impuestos a las ganancias

VAB: Valor agregado bruto

VAN: Valor agregado neto

## EL VALOR AGREGADO DEL SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL

### **. Introducción:**

En el año 1994 se realizó la reforma previsional en Argentina creando el sistema integrado de jubilaciones y pensiones (SIJP), de naturaleza mixta. El mismo está formado por un régimen previsional público, administrado por el Estado, basado en un sistema de reparto; y un régimen previsional, cuya gestión está a cargo de administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, basado en la capitalización individual.

En el presente trabajo se realiza una aproximación a la medición del valor agregado del régimen de capitalización individual. Esta actividad forma parte del sector de servicios y de esta forma se integra en el agregado nacional. Las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones son las empresas que realizan, con objeto único, dos tipos de actividades: la administración de los fondos de jubilaciones y pensiones y el pago de las prestaciones previstas en la legislación. Existen, a su vez, otras empresas que prestan servicios en este sector (compañías de seguros de vida y aseguradoras de retiro). Sin embargo, estas actividades no se han tenido en cuenta en la medición del valor agregado del sector por considerar que el aporte de las mismas es medido en forma independiente, dentro de las actividades vinculadas con el área de seguros en general. En realidad, estas últimas empresas, a diferencia de las AFJP, desarrollan funciones que exceden las propias del régimen de capitalización y se extienden a otras ramas de la economía.

Finalmente, es necesario aclarar que la medición que se realiza desde este ámbito pretende reflejar, exclusivamente, el valor agregado del sector y, por lo tanto, la

metodología empleada puede no coincidir con la realizada desde la perspectiva de las cuentas nacionales, ya que esta última tiene que resolver, también, varios problemas de transferencias. Además, como se señalará más adelante, algunos conceptos que aquí son integrados en el valor agregado del régimen de capitalización individual (aportes a la Cámara de AFJP, contribuciones a la SAFJP) son incluidos en esa aproximación como formando parte del valor agregado de otros sectores.

Retornando al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, los aportes y contribuciones obligatorias que existen en el mismo son los siguientes:

- a. aportes personales de los trabajadores en relación de dependencia: 11% del ingreso imponible,
- b. contribución del empleador: 16% calculado sobre el mismo concepto,
- c. aportes personales de los trabajadores autónomos: 27% de la base imponible, legalmente establecida.

En el régimen de capitalización, los aportes que realizan los trabajadores se dividen en dos segmentos:

- a. una parte de los mismos se integra en las cuentas de capitalización individual del fondo de jubilaciones y pensiones que elija su titular,
- b. la porción restante es cobrada por la AFJP en compensación por la administración de los fondos que realiza y, también, es utilizada para financiar la contratación de un seguro de invalidez y fallecimiento, que garantice el pago de las prestaciones.

Mientras que las prestaciones previstas son:

- a. jubilación ordinaria:
  - a.1. por alcanzar la edad mínima,
  - a.2. jubilación anticipada,
  - a.3. jubilación postergada,

- b. retiro por invalidez,
- c. pensión por fallecimiento.

Estas prestaciones se financian con la capitalización individual de los aportes previsionales realizados por los afiliados y con los aportes de capital complementario que deba integrar el Estado y las compañías de seguro en los casos que corresponda.

Para cobrar los beneficios los mismos deberán optar por alguna de las modalidades previstas:

- a. renta vitalicia previsional,
- b. retiro programado,
- c. retiro fraccionario.

Cuando el afiliado elige la modalidad de cobro de renta vitalicia, la AFJP que administraba la respectiva cuenta de capitalización individual (CCI) transfiere a la compañía de seguros de retiro, seleccionada por el titular, los fondos acumulados y, desde ese momento, los fondos se transfieren a la compañía de seguros de retiro. El beneficiario (y sus derechohabientes) adquiere el derecho a cobrar la renta acordada por el resto de su vida. En caso de muerte del beneficiario, la renta vitalicia se extiende exclusivamente a los derechohabientes, de modo que los demás herederos no pueden realizar ningún reclamo del mismo. En esta modalidad, la relación entre la AFJP y el afiliado finaliza en el momento de la transferencia de los fondos de la CCI a la compañía de seguros de retiro. Por lo tanto, desde el punto de vista del valor agregado del régimen de capitalización individual, la integración que corresponde a este último servicio dentro del agregado nacional se computa a través de la compañía de seguros de retiro.

En el caso del retiro programado o fraccionario es la propia AFJP la encargada de realizar los pagos que surgen de estas modalidades durante el intervalo de tiempo previsto en la legislación, de modo que la función de las administradoras se extiende hasta que desaparecen las obligaciones derivadas de estos beneficios.

Como resultado de lo expuesto hasta aquí, se evidencian dos tipos de funciones que realizan las AFJP en el régimen de capitalización individual:

- a. la administración de los fondos acumulados por los afiliados y
- b. el pago de las prestaciones bajo la modalidades de retiro programado o fraccionario.

En consecuencia, las AFJP, como empresas de servicios, desarrollan por un lado actividades vinculadas con la administración de fondos financieros y por el otro se encargan del servicio de los pagos de las prestaciones previsionales. De esta forma contribuyen a formar el producto bruto o la producción total de bienes y servicios del país. En esta primera fase de funcionamiento del sistema las actividades de las AFJP se concentran, en gran medida, en la administración de los fondos que reciben de los afiliados. A continuación se presentan los elementos que componen el Estado de Resultados de las AFJP y que intervienen, también, en la formación del valor agregado del sector.

#### **. Ingresos y egresos de las AFJP:**

El valor agregado bruto es definido como el valor de bruto de producción menos los consumos intermedios. Es el valor de la producción menos el valor de los bienes y servicios intermedios utilizados en el proceso de producción. En este caso las unidades institucionales que realizan la producción de los servicios vinculados con la administración de los fondos de jubilaciones y pensiones y con el pago de las prestaciones correspondientes son las AFJP. El valor agregado puede ser considerado como una variable de escala y, en consecuencia, como uno de los indicadores de dimensión del sector.

Desde la perspectiva de este trabajo se utilizará, con frecuencia, la terminología empleada para la presentación de la información contable, fuente de los datos, a la SAFJP y, por lo tanto, en este sentido se aparta de la utilizada por las cuentas nacionales.

Un primer paso para su cálculo consiste en individualizar los elementos que forman parte de los ingresos y de los costos y, en especial, determinar aquellos costos que deben ser excluidos -bienes y servicios intermedios comprados a otras empresas- para evitar las duplicaciones que resultarían a nivel del agregado nacional.

Para su cálculo se toman en consideración la remuneración a los factores de producción. Es decir, los costos de las empresas bajo la forma de salarios (remuneraciones netas, beneficios sociales y las contribuciones sociales pagadas a la seguridad social, subsidios familiares, seguros de vida obligatorios o regímenes equivalentes) y los dividendos (distribuidos y no distribuidos) que surgen de los resultados obtenidos por la misma; mientras que el tratamiento que reciben las amortizaciones está en función de las definiciones alternativas que se utilicen sobre el propio concepto de valor agregado.

En el caso del régimen de capitalización individual se pueden distinguir los siguientes tipos de ingresos:

a. ingresos operativos:

- a.1. ingresos por comisiones,
- a.2. resultados de las inversiones del encaje,
- a.3. resultados del fondo para primas de seguro de invalidez y fallecimiento,
- a.4. utilidades del contrato de seguro,
- a.5. otros ingresos operativos;

b. ingresos no operativos:

- b.1. utilidades por la venta de activos,
- b.2. alquileres ganados,
- b.3. otros ingresos no operativos.

Los ingresos por comisiones -que representan más del 90% de los ingresos totales de las administradoras- están formados por las comisiones, fijas y/o variables, sobre los aportes obligatorios de los afiliados, sobre las imposiciones voluntarias, sobre los depósitos convenidos y sobre los retiros programados.

Por el lado de los costos se puede realizar, también, la siguiente diferencia:

a. costos operativos:

- a.1. costos en personal,
- a.2. costos administrativos,

- a.3. costos en computación,
- a.4. primas de seguro de invalidez y fallecimiento,
- a.5. amortización de bienes intangibles,
- a.6. amortización de bienes de uso.
- b. costos no operativos:
  - b.1. amortización de gastos diferidos,
  - b.2. otros costos no operativos.
- c. impuestos, tasas y contribuciones,
- d. impuestos a las ganancias

Finalmente existe dos cuentas de resultados vinculadas con actividades financieras y las derivadas de los ajustes por inflación vigentes hasta mediados del año 1995:

- a. resultados financieros no operativos,
- b. resultados por exposición a la inflación.

**. Metodología para el cálculo del valor agregado:**

El valor agregado bruto es definido como el valor de la producción menos el valor de los consumos intermedios; mientras que el valor agregado neto se calcula deduciendo del anterior el valor del consumo del capital fijo.

La metodología utilizada para el cálculo del valor agregado (VA) de las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones es la siguiente<sup>1</sup>.

*. Ingresos:*

Por el lado de los ingresos, se incluyen todos los componentes de los ingresos operativos que forman parte de las actividades características del sector y se excluyen los ingresos no operativos.

Los ingresos operativos responden a varios conceptos. Por una parte, figuran las comisiones recibidas por las administradoras sobre los aportes realizados por los afiliados y

---

<sup>1</sup> Las fuentes de datos son los informes trimestrales de los Estados Contables: anexos 3 (“Estado de Resultados”), 8 (“Gastos diferidos”) y 12 (“Información requerida por el artículo 64, inciso b de la Ley 19550: desagregación de los gastos de administración, comerciales y de computación”).

sobre las prestaciones pagadas por las mismas en los casos que corresponda. Existen también ingresos derivados de la distribución de utilidades que realizan, como práctica habitual, las compañías de seguro de invalidez y fallecimiento en favor de los contratantes de las pólizas, en este caso de las AFJP. Una tercera categoría de ingresos son los resultados de la inversión del encaje que deben mantener las administradoras para responder a los requisitos de garantía de rentabilidad previstos en la legislación. En este trabajo se considera que la obligación de mantener el encaje, en tanto fuente de recomposición de las deficiencias de rentabilidad, forma parte de las actividades específicas de las administradoras y, en consecuencia, los ingresos derivados de la inversión de los mismos integran los ingresos operativos propios del sector; sin embargo, en otras aproximaciones metodológicas se opta por tratarlo como una inversión financiera y los resultados que se derivan de la inversión de los mismos son excluidos del valor bruto de producción y del valor agregado.

. *Costos:*

Las remuneraciones de los factores de producción que se incorporan en la determinación del valor agregado del sector corresponden a elementos que integran los costos operativos de las administradoras y están formados por las remuneraciones brutas del personal (del sector de administración, ventas y la correspondiente a los directores) e intervienen, también, otros elementos que forman parte de los gastos contabilizados como costos operativos de la industria, no contabilizados en las mediciones del resto de la economía.

Dentro de los gastos administrativos se consideran a los aportes que realizan las administradoras a la Cámara de AFJP, a la SAFJP<sup>2</sup> y los impuestos, tasas y contribuciones en favor del Estado. Los conceptos restantes, consumos intermedios para el régimen de capitalización, son excluidos porque representan valor bruto de producción de

---

<sup>2</sup> Los aportes a la Cámara AFJP son considerados sin deducir los consumos intermedios de la misma; en la perspectiva de las cuentas nacionales el valor agregado de la Cámara de AFJP es integrado en el sector de instituciones sin fines de lucro. El financiamiento de la SAFJP, mediante los aportes realizados por las AFJP, es considerado en este enfoque formando parte del valor agregado del sector. En el caso en que este organismo sea contabilizado en el sector de “organismos reguladores de sociedades financieras”, debería deducirse en esta instancia los aportes mencionados.

otros sectores. Respecto a las erogaciones contabilizadas como gastos en comercialización y en computación se incluyen en la medición del valor agregado bruto, únicamente, los correspondientes a los impuestos a los ingresos brutos. Los últimos componentes de los costos operativos que se incorporan son la amortización de los bienes de uso y de los bienes intangibles. Por otra parte en la definición de valor agregado bruto se computa también la amortización de los gastos diferidos, que es el principal componente de los gastos no operativos. En este caso, la inversión inicial realizada por las administradoras -contabilizada como gastos de lanzamiento- fue considerada como un activo no corriente con amortización plurianual, bajo el supuesto de que los beneficios de esta inversión inicial se apropian en un período mayor que el correspondiente al primer año de funcionamiento del sistema. Esta aproximación es consistente con la normativa aplicada por la SAFJP para el tratamiento de los gastos diferidos y de los resultados antes y después del impuesto a las ganancias.

Sin embargo, se debe señalar que la misma difiere de la adoptada por la metodología de las cuentas nacionales, utilizada por el gobierno argentino, ya que ésta considera a los gastos diferidos como gastos del ejercicio, esto es, consumo intermedio, y en consecuencia, los deduce en su totalidad en el primer ejercicio. De este modo, el valor agregado del período inicial es fuertemente negativo, tornándose inmediatamente positivo en los ejercicios siguientes. En esta aproximación queda sin corregir los resultados antes y después del impuesto a las ganancias respecto al excedente neto de producción.

En realidad, el tratamiento de las amortizaciones es objeto de visiones dispares en la literatura. En una primera aproximación las cuotas de amortización no deberían ser incluidas en el valor agregado, ya que las mismas significan la utilización de la infraestructura y el consumo de los bienes respectivos en el proceso productivo a lo largo de un período determinado. En este sentido, se podría asemejar a la forma en que son considerados los demás bienes cuando son adquiridos a otras empresas y consumidos en

un año. La única diferencia sería, precisamente, que en el caso de las amortizaciones los bienes son absorbidos en cuotas anuales y no en un único período. De modo que, en esta perspectiva, las amortizaciones (como medida de la efectiva utilización de la infraestructura y del consumo de los bienes en períodos plurianuales) deberían excluirse en el cálculo del valor agregado. Sin embargo, esta decisión podría significar, en algunos casos, una subestimación del mismo, en especial si se tiene en cuenta que algunas políticas de amortización no siempre están destinadas a reflejar exclusivamente la utilización de la capacidad instalada. En ocasiones la porción de los bienes que se deducen a través de las amortizaciones es una parte, pero no el total, de las cuotas de amortizaciones que corresponde registrar. Pueden intervenir en la misma, también, una porción de remuneraciones que reciben otros factores o, en forma más explícita, una cuota de ganancias que no figurará en la respectiva cuenta del estado de resultados. Para corregir estos posibles problemas, se opta por incluir dentro del valor agregado a las amortizaciones.

Desde el punto de vista de la medición del agregado nacional, se computan las amortizaciones cuando se calcula el valor agregado bruto y se las excluye cuando se determina el valor agregado neto<sup>3</sup>.

Finalmente, para la determinación del valor agregado se contabilizan, también, los impuestos a las ganancias que deben abonar las AFJP. En este enfoque “de costos” los impuestos (sobre la mano de obra, el consumo de bienes, sobre el capital y las ganancias) son incluidos en la determinación del valor agregado. Éste queda integrado, de este modo, por la remuneración a los asalariados y el excedente bruto de explotación.

A continuación se presentan las diversas expresiones utilizadas en el trabajo para la medición del valor agregado del régimen de capitalización individual.

En una primera aproximación, y en el marco de la terminología utilizada en el presente trabajo, el valor agregado bruto es definido como la suma de los resultados opera-

---

<sup>3</sup>Para una discusión ulterior se remite al lector a: Sistema de Cuentas Nacionales. Tomo I, p. I-19 y Tomo II, p. VI-48. En: Sistema de Cuentas Nacionales. 6 tomos. Bs. As. Ministerio de Economía y Obras y Servicios Público. Secretaría de Programación Económica. 1993. (Traducción al español del Instituto Nacional de Estadísticas de España. Revisada y corregida por el grupo de trabajo de CEPAL).

tivos netos, las amortizaciones de los gastos diferidos y los impuestos sobre las ganancias que pagan las administradoras:

$$(1) \text{VAB} = \text{ROp neto} + \text{AGd} + \text{TxB}$$

donde:

$$(2) \text{ROp neto} = \text{IOp} - \text{COp neto}$$

$$(3) \text{COp neto} = \text{COp} - (\text{Cp} + \text{ApSAFJP} + \text{ApCAFJP} + \text{impuestos, tasas y con tribuciones} + \text{TxA} + \text{TxB} + \text{ABsU} + \text{ABsI})$$

reagrupando:

$$(4) \text{COp neto} = \text{COp} - \text{Cp} - \text{OGop}$$

$$(5) \text{OGop} = \text{ApSAFJP} + \text{ApCAFJP} + \text{impuestos, tasas y contribuciones} + \text{TxA} + \text{TxB} + \text{ABsU} + \text{ABsI}$$

De este modo, el agregado del sector incluye los ingresos operativos (IOp), los gastos en personal (Cp), otros gastos operativos propios de esta actividad (OGop), la porción de los gastos de lanzamiento que se descargan en este período y los impuestos a las ganancias.

Descontando del valor agregado bruto las amortizaciones se puede calcular también el valor agregado neto:

$$(6) \text{VAN} = \text{VAB} - (\text{ABsU} + \text{ABsI} + \text{ASfw} + \text{AGLz})$$

De esta manera el valor agregado del régimen de capitalización individual contabiliza las remuneraciones del factor trabajo, los costos propios del sector, los beneficios operativos que recibe el capital, los impuestos sobre el sector y las transferencias

realizadas por las administradoras a la Superintendencia de AFJP, en tanto órgano de control del sistema.

**. El valor agregado del régimen de capitalización individual, 1994-1995:**

De acuerdo a lo expuesto en el cuadro 1 el incremento del valor agregado bruto a lo largo de los tres primeros semestres de funcionamiento del sistema estuvo vinculado principalmente al comportamiento del resultado operativo neto y en menor medida a las amortizaciones de los gastos de lanzamiento. En este sentido se puede señalar que a medida que el sistema fue incorporando nuevos afiliados fueron creciendo los ingresos derivados del cobro de las comisiones sobre los aportes realizados y los resultados operativos netos pasaron a convertirse en el principal componente del valor agregado del sector.

<i>Cuadro 1: Estructura del valor agregado bruto</i>					<i>(en miles de pesos y porcentaje)</i>				
Semestre	VAB	ROp neto	AGd	TxG					
	a = b+c+d	b	c	d					
<b>miles de pesos</b>									
<b>II 94</b>	55.046	25.026	30.020	0					
<b>I 95</b>	136.995	121.455	15.503	36					
<b>II 95</b>	220.453	188.707	31.136	610					
<b>variación semestral</b>									
<b>I 95</b>	148,9%	385,3%	48,4%						
<b>II 95</b>	60,9%	55,4%	100,8%	1594,4%					
<b>participación relativa</b>									
<b>II 94</b>	100,00%	45,46%	54,54%	0,00%					
<b>I 95</b>	100,00%	88,66%	11,32%	0,03%					
<b>II 95</b>	100,00%	85,60%	14,12%	0,28%					

Dentro del resultado operativo neto -cuadro 2- se observa un fuerte crecimiento de los ingresos operativos en todos los semestres, mientras que los costos operativos netos aumentaron en el segundo semestre y disminuyeron, en una proporción similar, en el último.

Por el lado de los ingresos, los recursos derivados de las comisiones cobradas por las AFJP explican prácticamente el total de los ingresos operativos, ya que representan más del 97% de los ingresos a lo largo de los tres semestres. Los ingresos por comisiones están en función de la cantidad de afiliados al sistema, de la tasa de aportantes/afiliados, del salario promedio y de los niveles de comisiones efectivas cobradas por las administradoras (netas de la comisión del seguro de invalidez y fallecimiento). En particular, en este período se observó un aumento en la cantidad de afiliados al sistema y de la comisión efectiva percibida por las administradoras, mientras que se redujo la tasa de aportantes/afiliados y el nivel de los salarios no experimentó variaciones significativas.

El otro componente de los resultados tuvo un comportamiento ambivalente, ya que los costos operativos netos (costos operativos menos la remuneración al personal y los gastos propios del sector) aumentaron en el primer semestre del año 1995 y luego se redujeron, prácticamente en la misma tasa, en el segundo semestre de ese año.

Estos dos elementos explican el incremento del resultado operativo neto registrado durante el primer año y medio de funcionamiento del sistema.

<i>Cuadro 2: Estructura del resultado operativo neto</i>							
<i>(en miles de pesos y porcentaje)</i>							
Semestre	ROp neto	IOp	Ingresos por comisiones	Utilidades del Cont. de seguro	Resultado del encaje	Otros ingresos por operaciones	COp neto
	a = b - f	b = c+d+e+f	c	d	e	f	g
<b>miles de pesos</b>							
<b>II 94</b>	25.026	239.432	239.182	0	172	78	214.406
<b>I 95</b>	121.455	353.955	347.324	2.228	3.379	1.024	232.499
<b>II 95</b>	188.707	410.800	402.332	641	7.748	78	222.092
<b>variación semestral</b>							
<b>I 95</b>	385,3%	47,8%	45,2%	n/d	1861,2%	1207,3%	8,4%
<b>II 95</b>	55,4%	16,1%	15,8%	-71,2%	129,3%	-92,3%	-4,5%
<b>participación relativa</b>							
<b>II 94</b>	10,5%	100,0%	99,9%	0,0%	0,1%	0,0%	89,5%
<b>I 95</b>	34,3%	100,0%	98,1%	0,6%	1,0%	0,3%	65,7%
<b>II 95</b>	45,9%	100,0%	97,9%	0,2%	1,9%	0,0%	54,1%

Los costos operativos netos que se deducen de los respectivos ingresos requieren de un cálculo específico. La operación consiste en agrupar aquellos costos que repre-

sentan la compra de bienes y servicios a otros sectores (COp neto), consumo intermedio, y que deben ser deducidos de los ingresos para llegar al concepto de resultado operativo neto. De modo que, implícitamente, se están incorporando en el valor agregado las remuneraciones del factor trabajo (Cp) y los restantes componentes de los costos operativos propios de este sector, no transferibles a los restantes (OGop).

$$(9) \text{COp neto} = \text{COp} - \text{Cp} - \text{OGop}$$

En el cuadro 3.a. se presenta la estructura de los costos operativos del sector. Aquí se exponen las participaciones relativas de los costos operativos netos (que se deducen de los ingresos para obtener los resultados operativos netos y, por lo tanto, no forman parte del valor agregado) y de los salarios y otros costos propios del sector (que sí se incluyen en la definición del valor agregado) respecto a los costos operativos totales. En este sentido, se observa que los gastos en personal crecieron a lo largo del período y tienen una importancia mayor en la determinación del valor agregado respecto a los restantes elementos de costos propios del régimen de capitalización.

<b>Cuadro 3 a : Costos operativos netos</b> (en miles de pesos y porcentaje)				
<b>Semestre</b>	<b>COp neto</b>	<b>COp</b>	<b>Cp</b>	<b>OGop</b>
	<b>a = b - (c+d)</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>
<b>miles de pesos</b>				
<b>II 94</b>	214.406	337.422	109.507	13.053
<b>I 95</b>	232.499	425.965	162.791	29.997
<b>II 95</b>	222.092	413.069	161.427	28.915
<b>variación semestral</b>				
<b>I 95</b>	8,4%	26,2%	48,7%	129,8%
<b>II 95</b>	-4,5%	-3,0%	-0,8%	-3,6%
<b>participación relativa</b>				
<b>II 94</b>	63,5%	100,0%	32,5%	3,9%
<b>I 95</b>	54,6%	100,0%	38,2%	7,0%
<b>II 95</b>	53,8%	100,0%	39,1%	7,0%

En el Cuadro 3.b. se presenta el comportamiento de los diversos elementos que componen el concepto de "otros gastos del sector" (los aportes realizados a la SAFJP y a la CAFJP, los impuestos, tasas y contribuciones y las amortizaciones de los bienes de uso y de los bienes intangibles).

**Cuadro 3b : Costos operativos netos** (en miles de pesos y porcentaje)

Semestre	OGop a=b+c+d+e	ApSAFJP b	Aportes a la CAFJP c	Tx, tasas y contribuciones d	ABsU+ ABsI e
<b>miles de pesos</b>					
<b>II 94</b>	13.053	3.676	9	3.123	6.245
<b>I 95</b>	29.997	6.206	25	8.237	15.529
<b>II 95</b>	28.915	7.280	25	11.008	10.602
<b>variación semestral</b>					
<b>I 95</b>	129,8%	68,8%	177,8%	163,8%	148,7%
<b>II 95</b>	-3,6%	17,3%	-2,0%	33,6%	-31,7%
<b>participación relativa</b>					
<b>II 94</b>	100,0%	28,2%	0,1%	23,9%	47,8%
<b>I 95</b>	100,0%	20,7%	0,1%	27,5%	51,8%
<b>II 95</b>	100,0%	25,2%	0,1%	38,1%	36,7%

Retornando a la definición original de valor agregado bruto se había señalado que el mismo reflejaba los resultados netos de producción, más los impuestos y las amortizaciones. En particular, es interesante desagregar los elementos que integran los mismos en función de la remuneración de los asalariados, los resultados operativos del capital, otros gastos del sector y los impuestos a las ganancias pagados.

El resultado operativo neto fue definido como:  $ROp \text{ neto} = IOp - COp \text{ neto}$ .

Reemplazando (9) en (2) se tiene:

$$(10) ROp \text{ neto} = IOp - COp + Cp + OGop$$

y dado que:

$$(11) \text{ROp} = \text{IOp} - \text{COp}$$

si se considera al ROp como la remuneración operativa del capital (RKOp) se tiene:

$$(12) \text{ROp neto} = \text{RKOp} + \text{Cp} + \text{OGop}$$

reemplazando (12) en (1):

$$(13) \text{VAB} = \text{RKOp} + \text{Cp} + \text{OGop} + \text{AGd} + \text{TxB}$$

reescribiendo la expresión (13) con el objeto de agrupar los componentes del valor agregado según la remuneración que recibe el capital (operativo), el trabajo y los impuestos sobre las ganancias que abona el sector, se obtiene:

$$(14) \text{VAB} = \text{RKOp} + \text{Cp} + \text{OGsT} + \text{TxB}$$

donde:

$$(15) \text{OGsT} = \text{OGop} + \text{AGd}$$

En el cuadro siguiente se muestran los resultados de la composición del valor agregado de acuerdo a la expresión (14). En el mismo se advierte el peso determinante que tuvieron los pagos realizados al personal y otros gastos (incluidas las amortizaciones), mientras que las remuneraciones al capital fueron negativas.

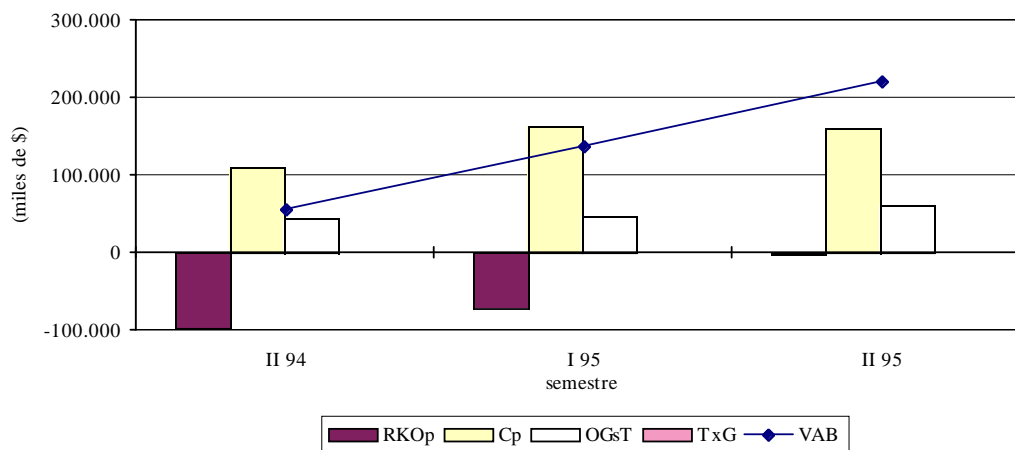
Este último hecho es consistente con los resultados operativos obtenidos por el conjunto de las administradoras del sistema en el primer año de funcionamiento del mismo. En este sentido, se debe destacar que ya en los proyectos de inversión presenta-

dos en el momento de constitución de las AFJP, estaba previsto un período promedio de dos años para equilibrar los resultados operativos. Además, se puede mencionar que durante estos meses las administradoras realizaron fuertes aportes de capital (al mes de diciembre de 1995 fueron de \$970 millones, equivalentes al 111% de los activos del sistema y al 39% de los fondos de jubilaciones y pensiones acumulados) para la constitución de las sociedades y para el financiamiento de los resultados negativos propios de la primera fase de funcionamiento del régimen.

**Cuadro 4: Composición del valor agregado bruto por sectores** (en miles de pesos y porcentaje)

Semestre	VAB	RKOp	Cp	OGsT	TxG
	a = b+c+d+e	b	c	d	e
<b>miles de pesos</b>					
<b>II 94</b>	55.046	-97.990	109.507	43.072	0
<b>I 95</b>	136.995	-72.010	162.791	45.501	36
<b>II 95</b>	220.453	-2.270	161.427	60.051	610
<b>variación semestral</b>					
<b>I 95</b>	148,9%	26,5%	48,7%	5,6%	n/d
<b>II 95</b>	60,9%	96,8%	-0,8%	32,0%	1594,4%
<b>participación relativa</b>					
<b>II 94</b>	100,0%	-178,0%	198,9%	78,2%	0,0%
<b>I 95</b>	100,0%	-52,6%	118,8%	33,2%	0,0%
<b>II 95</b>	100,0%	-1,0%	73,2%	27,2%	0,3%

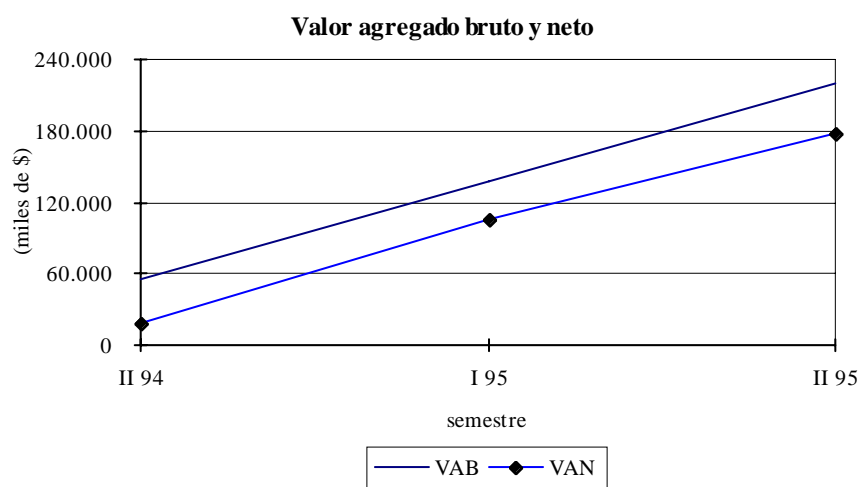
**Composición del valor agregado por sectores**



Finalmente, dentro de las definiciones alternativas de valor agregado se observa en el Cuadro 6, que la diferencia entre el valor agregado bruto y el neto son el resultado de las amortizaciones de los gastos de lanzamiento y, también, de los bienes de uso e intangibles.

**Cuadro 5: Valor agregado bruto y neto** (en miles de pesos y porcentaje)

Semestre	VAB a	Amortizaciones b	VAN c = a - b
<b>miles de pesos</b>			
<b>II 94</b>	<b>55.046</b>	<b>36.264</b>	<b>18.782</b>
<b>I 95</b>	<b>136.995</b>	<b>31.033</b>	<b>105.962</b>
<b>II 95</b>	<b>220.453</b>	<b>41.738</b>	<b>178.716</b>
<b>tasas de variación</b>			
<b>I 95</b>	148,9%	-14,4%	464,2%
<b>II 95</b>	60,9%	34,5%	68,7%
<b>participación relativa</b>			
<b>II 94</b>	100,0%	65,9%	34,1%
<b>I 95</b>	100,0%	22,7%	77,3%
<b>II 95</b>	100,0%	18,9%	81,1%



## **. Conclusiones**

Luego de la reforma previsional y la creación del régimen de capitalización individual, existe, a nivel nacional, una actividad nueva que realizan las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones. La misma consiste en la administración financiera de los aportes que realizan los afiliados a las respectivas cuentas de capitalización individual en cada uno de los fondos y la prestación del servicio del pago de los beneficios previstos en el sistema.

Estas dos actividades contribuyen a la formación del valor agregado nacional y se suman, así, a las que proviene del resto de los sectores de la producción de bienes y servicios. En este trabajo se presentó una metodología para el cálculo del valor agregado de este nuevo sector, según definiciones alternativas, y la contribución del mismo en el agregado nacional.

Del análisis de los datos se advierte que las variaciones del VAB estuvieron estrechamente vinculadas al comportamiento de los ingresos operativos netos. Dentro de los mismos fueron importantes los ingresos por comisiones sobre los aportes obligatorios realizados por los afiliados. Estos ingresos crecieron por la incorporación constante de nuevos afiliados al sistema y por las mayores comisiones netas percibidas por las administradoras; mientras que la tasa de aportantes/afiliados disminuyó, limitando en consecuencia el comportamiento de estos ingresos.

Al desagregar el VAB según la participación de los factores de producción, capital y trabajo, se observa que el mismo refleja principalmente las remuneraciones del personal ocupado por el sector y los costos propios de esta actividad, mientras que la renta de los propietarios del capital fue negativa. Este último resultado coincide con los resultados operativos negativos que obtuvieron las administradoras y con los aportes de capital que realizaron en el momento de constitución de las mismas y durante el primer

año y medio de funcionamiento del sistema. En este sentido se debe señalar que ya en la evaluación de los proyectos de constitución de las AFJP estaba previsto un período promedio de dos años para alcanzar el equilibrio de la gestión operativa. Sin embargo, los datos a diciembre de 1995 indican que el sistema consolidado se encuentra, prácticamente, en el punto de equilibrio operativo.

Finalmente se puede esperar un crecimiento del valor agregado del sector para los próximos años y una mayor importancia relativa de las remuneraciones del factor capital en el mismo.

