

REFORMA A LAS PENSIONES EN AMÉRICA LATINA. DISEÑO Y EXPERIENCIAS

ROBERT PALACIOS^{1, 2}

1. INTRODUCCIÓN

Algunas áreas de políticas públicas necesitan de horizontes muy en el largo plazo. Las políticas relativas al calentamiento global y pensiones son dos buenos ejemplos. En estas áreas las decisiones tomadas hoy tienen consecuencias muchas décadas en el futuro, y aun así, inevitablemente se produce un alto grado de incertidumbre en lo que respecta al resultado. Por esta razón, el curso originalmente definido debe corregirse permanentemente a la luz de nueva evidencia. Ningún sistema de pensiones existente en la actualidad permanecerá exactamente igual para cuando los jóvenes afiliados de hoy se jubilen en cuarenta años.

¹ Economista, especializado en Pensiones (Senior Pension Economist) del Departamento de Protección Social del Banco Mundial.

Máster en Ciencias Económicas por Universidad de Delaware y Licenciado en Relaciones Internacionales por la misma casa de estudios.

Dirige y colabora con el “Pension Reform Primer”, serie de publicaciones que recoge material de investigación aplicada en proceso continuo, para beneficio de los profesionales del Banco Mundial y responsables de adoptar políticas.

Consultor sobre reforma de pensiones en el mundo, y le ha correspondido asesorar en diversos países, tales como: Albania, Bhután, Bosnia, China, República Dominicana, Eritrea, Hungría, India, Corea, Senegal, Eslovenia y Sri Lanka.

Autor de un amplio conjunto de publicaciones sobre pensiones. Entre otras, coautor de “Envejecimiento sin Crisis: Políticas para la Protección de los Ancianos y la Promoción del Crecimiento”, el más importante estudio sobre sistemas de pensiones en el mundo del Banco Mundial.

² Este estudio fue preparado con ayuda de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP) como parte de la serie “Pension Reform Primer”.

Me gustaría agradecer a Augusto Iglesias y Edward Whitehouse por sus valiosos comentarios y a Alex Iuculano por su asistencia durante el proceso de investigación. También agradezco a los miembros de FIAP por su valiosa contribución de información y comentarios.

Dado lo anterior, este informe incorpora nuevas observaciones provenientes de países latinoamericanos que han llevado a cabo reformas a sus sistemas previsionales recientemente. No es el primer estudio de reformas en la región y ciertamente no será el último³. Sin embargo, ha sido escrito en un momento que muchos consideran una encrucijada para este nuevo modelo de sistema previsional.

El estudio se ha estructurado como sigue: La sección siguiente reflexiona sobre los factores que han permitido el desarrollo de un proceso de reforma al sistema previsional en Latinoamérica a fines del siglo veinte. La Sección 3 compara el diseño de los nuevos sistemas en doce países con un énfasis en importantes diferencias con respecto a objetivos implícitos, normativas y reglamentos así como configuraciones institucionales. La Sección 4 examina la experiencia en un subconjunto de países en los que la implementación ya se ha llevado a cabo, y destaca áreas clave en las que deberían considerarse mayores mejoras. La quinta sección ofrece conclusiones preliminares en lo que respecta a las experiencias iniciales, recomendaciones para mejoras en el diseño y los criterios de acuerdo con los cuales medir el éxito en el largo plazo de los nuevos sistemas.

2. FACTORES CONDUCENTES A REFORMAS SISTÉMICAS EN SISTEMAS PREVISIONALES

Durante el siglo pasado, sistemas de pensiones dirigidos y administrados por los gobiernos se extendieron por todo el mundo. Las promesas de beneficios definidos y las responsabilidades implícitas en las mismas crecieron a un ritmo mucho mayor que las reservas acumuladas para respaldarlas. Recientemente, sin embargo, el péndulo ha comenzado a acercarse al extremo opuesto. Las responsabilidades disminuyen, las tasas de financiamiento aumentan y el sector privado tiene un rol mayor en la administración del sistema⁴. Podría decirse entonces, que la más importante manifes-

³ Ver por ejemplo Capítulos 1, 4 y 5 de Feldstein (1998), Valdés-Prieto (1998) y Schmidt-Hebbel (1999) y Devesa-Carpio y Vidal-Melia (2002) entre otros.

⁴ Las reformas paramétricas que disminuyen el monto de las pensiones prometidas, el desarrollo de esquemas de pensiones privados voluntarios e intentos recientes por acrecentar las reservas usando administradores privados de activos y criterios comer-

tación de este amplio cambio de dirección involucra un tipo específico de reforma que incorpora un elemento plenamente financiado y de administración privada. Comenzando con Chile, este tipo de reforma ha sido adoptado por doce países latinoamericanos que representan alrededor de la mitad de los programas de pensiones en todo el mundo que han adoptado este camino. La última década fue la primera en un siglo que vio el número de este tipo de reformas superar en número a los países que introdujeron el antiguo modelo.

Las preguntas obvias son por qué estas reformas echaron raíces en Latinoamérica y qué explica el surgimiento de reformas sistémicas en la última década. La respuesta a esta pregunta es objeto de investigación para aquellos que estudian la economía política de las reformas y las transferencias de políticas. Aun cuando un creciente acervo de literatura está dedicado al fenómeno de las reformas previsionales en Latinoamérica y otras partes del mundo⁵, el asunto va más allá de lo que abarca este estudio. Aquí, el objetivo es únicamente proporcionar un telón de fondo para la parte principal del estudio en la que se examinan el diseño y la experiencia de las reformas previsionales.

2.1. Ideas, personas, ejemplos y el contexto de la reforma

Los cambios históricos en políticas tienden a depender de la convergencia de varios factores. En 1997, Anne Krueger describió el cambio radical de dirección que tuvo lugar en el debate acerca de las políticas internacionales de comercio en que un consenso intelectual en favor de políticas de sustitución de importaciones habían tenido un rol preponderante durante décadas⁶. Al analizar de qué manera había evolucionado el pensamiento a este respecto, Krueger cita investigaciones teóricas y aplicadas que cuestionaban la estrategia, analizando cómo el modelo parecía haber fracasado en tantos casos. Paralelamente, había además un importante efecto de demostración que tomaba la forma de un crecimiento astronómico de las economías basadas en las exportaciones, tales como Corea, Taiwán y Singapur.

ciales para esquemas públicos parcialmente financiados son ejemplos adicionales. Ver Palacios (1999).

⁵ Ver Muller (2002), por ejemplo.

⁶ Krueger (1997).

De igual manera, en el debate acerca de las pensiones, los investigadores comenzaron a cuestionar seriamente el impacto económico del modelo público de pensiones por reparto de los años 70⁷, y a documentar problemas de sustentabilidad en el largo plazo así como transferencias entre o dentro de generaciones. Para inicios de los 90 ya existía una cantidad significativa de literatura crítica. Igualmente importante, para ese entonces Chile ya había proporcionado al mundo la primera evidencia real de una alternativa. El temprano éxito de la reforma al sistema previsional chileno desde su principio tuvo un impacto sobre el debate de las pensiones similar al que tuvieron los ‘Tigres Asiáticos’ en el debate acerca del comercio.

En tanto Krueger citaba la importancia de los retos al pensamiento convencional a través de investigaciones y de exitosos ejemplos de alternativas, Harberger (1993) enfatizó que el rol de los tecnócratas probablemente será aun más crítico cuando exista poca o ninguna experiencia de una nueva política. Este fue el caso en Chile cuando se concibió el sistema de reformas previsionales.

El contexto también importa. El accionar de individuos que intentan introducir cambios al sistema de reformas previsionales desafía intereses creados y las reformas siempre involucran ganadores y perdedores. El éxito es más probable cuando existe un desafío generalizado a las políticas establecidas, especialmente en el contexto de ambientes (más o menos) democráticos como fue el caso de todos los países que introdujeron reformas con la excepción de Chile⁸. Este fue exactamente el ambiente que caracterizó a Latinoamérica adentrados los 90⁹. El así llamado “Consenso de Washington” pasó a representar esta coalescencia de puntos de vista acerca de la necesidad de contar con un cierto menú de reformas. Una manifestación concreta del mismo fue la ola de privatizaciones que se produjo en la región durante la década¹⁰.

⁷ Por ejemplo, Feldstein (1974).

⁸ Para ver una discusión de las políticas sociales bajo el régimen militar de Chile véase Castiglioni (1993).

⁹ Véase Williamson (2003).

¹⁰ Latinoamérica generó más ingresos por concepto de privatizaciones cada año entre 1990 y 1999 salvo 1995 que otras regiones. Los países que implementaron reformas sistémicas estuvieron entre los más activos privatizadores. Los ingresos promedio anuales por concepto de privatizaciones durante los 90 expresados como un porcentaje del PIB fueron de 2% para Argentina, 1,5% para Bolivia, 0,7% para Colombia, 0,9% para México y 1,6% para Perú. Véase Banco Mundial (2001).

En los años 90 era posible encontrarse en muchos países latinoamericanos con autoridades responsables de generar políticas, a favor de disminuir el rol del Estado, y algunos de ellos estaban familiarizados con las críticas emergentes al modelo de pensiones existente¹¹. Más aún, había un consenso cada vez mayor acerca del éxito de la reforma chilena. Consultores chilenos proporcionaban asesorías y muchos países enviaban comisiones de estudio a Santiago. Pero el hecho de que las ideas, gente, ejemplos y contexto de reforma estaban todos alineados favorablemente para el logro de una reforma al sistema previsional probablemente no habría sido suficiente para superar la inercia de las políticas públicas sobre las pensiones y superar la resistencia de ciertos grupos de interés. Las reformas se llevaron a cabo, sin embargo, debido en gran medida a las fallas de los sistemas existentes.

2.2. Estado de los sistemas de pensiones antes de la reforma sistémica

Varios autores han descrito la situación previa que condujo a la legislación para reformar los sistemas de pensiones¹². Entre los principales factores citados están:

1. Incremento en la presión sobre el presupuesto central para cubrir déficits.
2. Inequidades dentro de y entre esquemas
3. Falta de sostenibilidad en el largo plazo debido a factores demográficos internos
4. Falla en la provisión de los beneficios prometidos
5. Mala administración de reservas, pasadas o presentes.
6. Distorsiones en el mercado laboral e incentivos a la evasión.

La importancia relativa de estos factores variaba considerablemente entre países como lo demostró la heterogeneidad de las condiciones iniciales en los doce países que optaron por una reforma al

¹¹ Muller (2002) se refiere a “una ‘comunidad epistémica’, una red de profesionales en una área en particular y con una empresa común, compartiendo una fe en un conjunto de normativas y creencias causales” y cita ejemplos específicos de individuos involucrados con las reformas en Argentina, Bolivia, Perú y Uruguay.

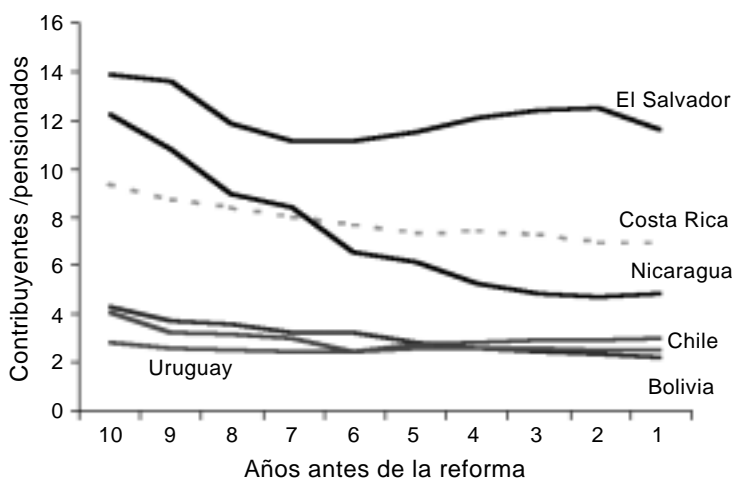
¹² Ver por ejemplo, Cifuentes y Larraín (1998), Edwards (1998), Cattoni y Demarco (1998), Sales y Solís (1998), Mesa-Lago (2000), Ayala (2000) y Banco Mundial (2000).

sistema. La razón entre contribuyentes y pensionistas por ejemplo, fue mucho menor en algunos países y cayó más agudamente en unos que en otros en los años previos a la reforma como lo demuestran los países seleccionados en el Gráfico N° 1.

Al momento de producirse la reforma, Argentina, Chile y Uruguay contaban con sistemas costosos y maduros, y obligaciones previsionales masivas y por reparto. Había menos de tres y en algunos casos dos contribuyentes por cada pensionista. Además, la transición demográfica estaba bien avanzada. Por contraste, países jóvenes como la República Dominicana, El Salvador y México dedicaron una cantidad relativamente modesta a las pensiones. Algunos de los países más jóvenes aún mantenían reservas y al menos contaban con cuatro contribuyentes por cada pensionista. Las tasas de contribuciones, el grado de fragmentación e inequidad intrageneracional también variaban considerablemente. En síntesis, las condiciones justo antes de la reforma eran muy distintas, como lo indica el Cuadro N° 1.

Lo que sí tenían en común era la pérdida de credibilidad de los antiguos sistemas de reparto y las instituciones que los administra-

Gráfico N° 1
EVOLUCIÓN DE LA RAZÓN ENTRE CONTRIBUYENTES Y PENSIONADOS EN LOS AÑOS ANTERIORES A LA REFORMA



Fuente: BPS (2000); Cifuentes y Larraín (1998); SAFP (2002).

ban. Una importante razón para esta desilusión era la declinación y/o volatilidad de las tasas de reemplazo que se observaba incluso en aquellos sistemas con demografías internas favorables. Esto muchas veces se debía a una falta de indexación de la base de ingresos o la pensión misma. Asimismo, la frustración creció luego de décadas de experiencia con las burocracias ineficientes que mantenían los registros y pagaban los beneficios. Como se observa en Valdés-Prieto (1998) “los sistemas existentes de administración estatal de pensiones fracasaron en cumplir con las expectativas que los justificaron en primer lugar, esto es, proporcionar un grado de seguridad significativo a sus afiliados. Este sentimiento de frustración domina América Latina...”

Mientras los reformistas citaron la presión fiscal, el deseo de incrementar los ahorros en el largo plazo y estimular el desarrollo de mercados de capitales, las inequidades en la redistribución dentro y entre generaciones, las distorsiones en el mercado laboral y la preocupación por la sustentabilidad del sistema en el largo plazo,

Cuadro N° 1
CONDICIONES PREVIAS A LA REFORMA

	Gasto pensional % del PIB	Nivel de reservas	Razón de apoyo al sistema	Deuda pensional implícita como % del PIB en 1990	Grado de fragmentación ¹
Argentina	6,2	ninguno	0,6	305	moderado
Bolivia	2,5	alguno	3,0	31	alto
Colombia	1,1	alguno	12,1	35	alto
Costa Rica	1,6	significativo	6,6	94	moderado
Chile	5,7	ninguno	2,5	131	alto
República Dominicana	0,8	ninguno	17,0	22	bajo
Ecuador	2,0	alguno	5,6	19	bajo
El Salvador	0,4	alguno	11,6	9	bajo
México	1,0	ninguno	8,0	37	bajo
Nicaragua	2,5	alguno	4,8	14	bajo
Perú	1,2	ninguno	4,3	45	moderado
Uruguay	15,0	ninguno	1,4	290	bajo

Fuentes: Cottani y Demarco (1998); Edwards (1998); Palacios (2003); Cifuentes y Larraín (1998); Rofman (2003); Kleinjans (2003); Palacios y Pallares (2000).

¹ Se refiere al grado en que los múltiples programas pagaban los distintos beneficios a distintos grupos de trabajadores. Aunque todos los países con la excepción de Uruguay tenían esquemas por separado para empleados públicos, otros, tales como Bolivia y Colombia se caracterizaban por contar con un gran número de distintas ‘cajas’.

el fracaso de los esquemas públicos para proveer era considerable. La aceptación de las reformas sistémicas por parte de los votantes en 11 democracias fue en gran medida un reflejo de esta frustración con el antiguo modelo.

Existe evidencia adicional de insatisfacción por parte del trabajador en el patrón de cambio, es decir, la proporción de trabajadores que tomó la decisión de optar por un esquema privado y financiado por sobre la alternativa pública de sistema de beneficios definidos. Según se describe en Palacios y Whitehouse (1998) los trabajadores más jóvenes generalmente optaron por el nuevo sistema cuando se les ofreció la alternativa. En Argentina y Chile, más del 80 por ciento de aquellos trabajadores capaces de elegir bajo la edad de cuarenta años se cambiaron al sistema financiado. Más de la mitad de los trabajadores jóvenes se cambió al nuevo sistema en Colombia y Perú. En Uruguay, el número de trabajadores que se unió al nuevo sistema excedió lo esperado en 500 por ciento. En El Salvador, donde las instituciones públicas se hallaban desacreditadas en gran medida, el ochenta por ciento de aquellos con posibilidad de cambiarse al nuevo sistema lo hizo¹³.

Hoy en día, cuando se ofrece a los trabajadores esquemas de reparto como alternativa en Argentina y Perú, solamente una pequeña proporción los elige¹⁴. En Chile existe un amplio apoyo al sistema luego de 20 años de experiencia. Desde el retorno a la democracia hace una década, ningún partido político ha promovido un retorno al antiguo modelo.

Sin embargo, la pérdida de confianza en el sistema existente fue mayor en algunos países que en otros. Intereses creados, incluyendo los burócratas mismos del sistema público de administración de pensiones, tenían más poder político en algunos países que en otros. Finalmente, el grado al cual el Estado mismo estaba siendo

¹³ Acuña (2003) describe las altas tasas de cambio y cita las largas demoras de dos o tres años en el pago de beneficios con posterioridad a la jubilación como una de las causas de la insatisfacción con las instituciones existentes con anterioridad a la reforma. Además, resalta la gran influencia de los equipos de venta y afirma que aproximadamente el 2,5 por ciento de aquellos que se cambiaron retornarían posteriormente al antiguo esquema luego de darse cuenta del bajo valor de sus bonos de reconocimiento.

¹⁴ Dado que la opción por defecto es el sistema financiado, esto podría interpretarse como evidencia de un sentimiento de indiferencia por parte de los trabajadores. Un porcentaje marcadamente alto de nuevos participantes en el mercado laboral no elige las AFJP en Argentina de acuerdo con las estadísticas oficiales.

cuestionado y las prioridades de los reformadores no eran iguales de ninguna manera. Un análisis de estos factores excede el marco de este estudio, pero probablemente explicarían en gran medida muchas de las diferencias en el diseño de los sistemas reformados que es el tema de la siguiente sección.

3. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS DISEÑOS DE LOS NUEVOS SISTEMAS DE PENSIONES

Los doce países cubiertos por este estudio tienen en común la introducción de un componente plenamente financiado y de administración privada basado en contribuciones definidas a sus sistemas de pensiones¹⁵. Esto constituye un distanciamiento fundamental del modelo prevaleciente durante el siglo XX, el cual dependía de una administración pública, con promesas de beneficios definidos y por reparto. Sin embargo, dentro de este nuevo paradigma, el diseño mismo y los objetivos implícitos de los nuevos esquemas varían significativamente.

Debe tomarse nota en este punto que esta sección no considera los esquemas de reparto residuales que sobreviven por un período definido durante la transición y que afectan en su mayor parte a los trabajadores de más edad. Tampoco considera los esquemas de reparto paralelos que continúan siendo una opción para los trabajadores en Argentina, Colombia y Perú. Las implicancias de mantener un modelo paralelo competitivo se discutirán en mayor detalle en la siguiente sección. Esto constituiría una omisión significativa si una proporción importante de trabajadores continúa participando en los esquemas de administración pública. Sin embargo, parece ser que es solamente en Colombia que el sistema paralelo de reparto va a continuar teniendo un rol significativo en el largo plazo.

Con esta salvedad en mente, esta sección examina tres aspectos del diseño que son relevantes para la reforma sistémica. Estos son (i) programas de beneficios implícitos (ii) normativas y reglamentos y (iii) convenios institucionales.

¹⁵ Aunque se incluyó al Ecuador en este estudio, desafíos al nivel de la Corte Suprema y una falta de apoyo de los actuales gobiernos puede dar lugar a una situación similar a lo ocurrido en Venezuela luego de la promulgación de una ley que incorporaba un sistema financiado en 1998, la cual nunca se implementó.

El *programa de beneficios implícitos* se refieren a los logros –medidos principalmente por las tasas de reemplazo– las cuales están implícitas en los parámetros de los elementos de beneficio definido y contribución definida del sistema en condición estable. El análisis de estos logros mediante simulaciones facilita las comparaciones interpaís de las dimensiones generales de los sistemas, la proporción de los sistemas que depende de esquemas privados *versus* esquemas públicos y el grado al cual los nuevos sistemas dependen del reparto *versus* financiamiento.

Las normativas y reglamentos incluyen *inversiones, cargos y otros aspectos del período de acumulación así como las condiciones y modalidades para la fase de retiro o de pagos*. Las garantías mínimas a las pensiones que hay en muchos de los sistemas también se consideran aquí como parte del diseño de la fase de pagos. Finalmente, el diseño del sistema incluye *convenios institucionales*, incluyendo los alcances del mandato, las condiciones para el ingreso al mercado, la participación de empresas estatales, el cobro de contribuciones y supervisión. Comenzamos con el esquema implícito en los parámetros legislativos de los nuevos sistemas multipilares.

3.1. Programas de beneficios implícitos de los nuevos sistemas de pensiones

El primer objetivo y la esencia de cualquier diseño de sistema de administración de pensiones lo constituye la tasa de reemplazo que puede esperarse al momento de la jubilación. Esta tasa por lo general variará de acuerdo con los ingresos, número de contribuciones e incluso el sexo del pensionista. La medición de la tasa de reemplazo es relevante porque proporciona una indicación acerca de la manera en que el consumo es suavizado a lo largo del ciclo de vida, el cual es un objetivo clave del sistema de pensiones. El segundo objetivo de la mayoría de los sistemas de pensiones es redistribuir en beneficio de aquellos trabajadores que caerían en una situación de pobreza a pesar de haber ahorrado regularmente, es decir, la persona que ha pasado toda su vida en condiciones de pobreza. La tasa de reemplazo para los trabajadores de bajos ingresos proporciona una indicación de la manera como los sistemas de pensiones se hacen cargo de este objetivo.

Una forma de comparar la tasa objetivo de reemplazo entre países es imponer un conjunto estandarizado de suposiciones y simular el

resultado para el mismo individuo. Estas ‘tasas sintéticas de reemplazo’ eliminan algunas de las distorsiones debidas a circunstancias particulares de los mercados laborales en distintos países y períodos de tiempo. Han sido calculados para países OCDE en estudios previos y más recientemente para una muestra de países de Europa del Este¹⁶. Estos estudios revelaron grandes diferencias debidas a los parámetros de la fórmula de beneficios definidos, pago de impuestos y en aquellos casos en que es relevante, el monto de las contribuciones hechas a cuentas de capitalización individual. A su vez, estas diferencias ayudan a contrastar los objetivos de la política subyacente y muestran cuánto pueden variar entre los países.

Sin embargo, las comparaciones entre países necesariamente se abstraen de factores importantes que afectan los resultados efectivos en términos de las tasas de reemplazos. Por ejemplo, las diferencias en las tasas inflacionarias combinadas con fórmulas de beneficios que no reajustan los ingresos previos a la jubilación no tomarán en cuenta o bajarán el perfil a una diferencia de diseño potencialmente importante. Además, supuestos estandarizantes, tales como la densidad de las contribuciones, no son realistas si el objetivo es predecir las tasas de reemplazo en diferentes países. Esto es especialmente cierto si se sabe que la participación de la fuerza laboral varía muy significativamente. Por último, los cálculos de tasas de reemplazo sintéticas no toman en cuenta diferencias en la relación clave en los esquemas financiados, la tasa de retornos relativa al crecimiento de salarios cubiertos. Pese a esto, mediante la estandarización de supuestos y enfocándose en los nuevos participantes en el sistema, es posible aislar diferencias derivadas únicamente del diseño del sistema en lugar de factores externos.

El Cuadro N° 2 muestra las tasas sintéticas de reemplazo correspondientes a ocho de los doce países y ha sido tomada de un estudio próximo a ser publicado por Whitehouse (2003) al cual remitimos al lector para cualquier información adicional acerca de los supuestos y metodología. Antes de examinar los resultados, es útil destacar cuatro importantes puntos en relación con las simulaciones: Primero, los resultados se refieren a un trabajador que ha pagado sus contribuciones durante toda su vida laboral. Esto significa que las tasas de reemplazo serán más altas de lo que actualmente se observa

¹⁶ Véase, por ejemplo, OCDE (1989), Whiteford (1995) y Whitehouse (2001) y (2003)

para la mayoría de los trabajadores y además hará abstracción de la redistribución proveniente de trabajadores de largo plazo hacia aquellos de corto plazo. Segundo, la simulación corresponde a un trabajador hombre. La tasa de reemplazo del componente financiado sería menor para una mujer en aquellos casos en que se usen tasas de mortalidad específicas para el cálculo de beneficios. En tercer lugar, el concepto usado como el denominador para la tasa de reemplazo es el salario promedio de la vida laboral revaluado. Esto es coherente con un análisis del ajuste del consumo durante el ciclo de vida, pero las tasas de reemplazo pueden parecer altas en relación con figuras muchas veces presentadas en base a los salarios percibidos al final de la vida laboral. Finalmente, las cifras son tasas de reemplazo netas, esto es, las pensiones percibidas luego del pago de impuestos se comparan con los salarios percibidos luego del pago de impuestos. Una vez más, esto es coherente con un análisis de los objetivos de ajuste del consumo durante el ciclo de vida de un esquema de pensiones¹⁷.

El Cuadro N° 2 muestra las tasas de reemplazo expresadas como una proporción de los ingresos percibidos durante toda la vida laboral por trabajadores con ingresos equivalentes a la mitad del sueldo promedio hasta dos y media veces el salario promedio correspondiente a ocho países basado en parámetros actuales y supuestos estandarizados. El Cuadro revela una amplia gama de esquemas de beneficios implícitos entre los distintos países. Las tasas de reemplazo para trabajadores de menores ingresos son más altas en Uruguay y Argentina y son el doble de las tasas en El Salvador y Chile. Costa Rica y Uruguay se destacan por tener altas tasas de reemplazo para trabajadores en todos los niveles de ingresos que se indica aquí. En el caso particular de Uruguay, este resultado es aún más notorio si se considera que es el único país con un sistema de indexación automática de beneficios.

Las diferencias entre países surgen por varias razones. Las más importantes son (a) la tasa de contribuciones a la cuenta de capitalización individual (b) la fórmula de beneficios definidos a la que uno postula (c) y el nivel de la garantía de pensión mínima. Otro factor es el uso de tasas de mortalidad específicas por país. Podría argu-

¹⁷ Se han encargado investigaciones adicionales enfocadas en el historial de contribuciones parciales y dimensiones relativas al sexo de los contribuyentes, pero no parecen afectar los resultados principales de las comparaciones que se discuten aquí.

Cuadro N° 2
TASAS DE REEMPLAZO NETAS, SINTÉTICAS Y DE CARRERA
COMPLETA DE ACUERDO CON EL SALARIO PERCIBIDO
EN TODA LA VIDA LABORAL¹
(EN PORCENTAJE)

	0,5	0,75	1	1,5	2	2,5
Argentina ²	134	103	87	70	63	58
Chile	59	60	61	62	64	67
Colombia	109	73	58	58	58	58
Costa Rica	111	111	111	112	112	112
República Dominicana	112	75	56	37	32	33
El Salvador	66	44	39	41	42	41
Perú	72	73	74	75	77	80
Uruguay	129	129	129	114	93	74

Fuente: Whitehouse (2003). Ver estudio para obtener referencias de supuestos y metodología.

¹ Supone un trabajador hombre que ingresa al mercado laboral en 2003 con plena densidad de contribuciones.

² Supone que se mantiene una contribución del 7% a la cuenta individual.

mentarse que esto introduce un elemento idiosincrásico que confunde el diseño del sistema con las condiciones específicas de cada país. El tomar en consideración las diferencias en expectativas de vida parece justificado dado que determinará el monto de la renta vitalicia que puede obtenerse por un conjunto dado de supuestos para el esquema financiado, incluyendo la tasa de contribuciones.

El Cuadro N° 2 no incluye las tasas de reemplazo para el pequeño grupo de trabajadores de ingresos más altos, con un sueldo promedio en toda la vida laboral 2,5 veces superior al salario promedio. Esto ignora el impacto de una importante diferencia de diseño que afecta el tamaño del sistema en general, o sea, la colocación de topes máximos. La relación entre los topes máximos y los salarios promedios cubiertos en los distintos países se indica en el Cuadro N° 3. Aunque los topes máximos por lo general afectan a una proporción relativamente pequeña de afiliados, estos individuos de ingresos más altos representan una parte desproporcionadamente alta de la cuenta por concepto de salarios. La Tabla 3 muestra que los topes máximos se colocan a niveles muy distintos en cada país.

Cuadro N° 3
COMPARACIÓN DE TOPES MÁXIMOS DE
CONTRIBUCIONES EN 11 PAÍSES

País	Múltiplo de salario promedio
Chile	3,1
Uruguay	5,7
Argentina	5,8
México	6,4
Colombia	10,0
República Dominicana	10,3
México	11,0
Bolivia	12,5
El Salvador	14,4
Costa Rica ¹	Ninguno
Perú	Ninguno

Fuente: Whitehouse (2003).

¹ Costa Rica tiene un tope máximo en los beneficios.

3.1.1. *Tamaño del sistema comparado*

En Chile el tope máximo es alrededor de tres veces el salario promedio en tanto que la proporción en cinco de los países es tres veces más alta y dos países no tienen un tope máximo. Las diferencias son aún mayores que las sugeridas debido a las normas de indexación. En Chile, por ejemplo, dado que el tope máximo no está efectivamente indexado, la cuenta de salario cubierto expresado como un porcentaje de los salarios totales disminuye gradualmente con el tiempo¹⁸.

Aunque el programa de reemplazos implícito y los topes máximos proporcionan una indicación de los alcances del sistema de pensiones, es necesario tomar en consideración la distribución del ingreso con el fin de obtener un sentido más preciso del tamaño relativo de los sistemas. Esto es posible aplicando una distribución estandarizada de salarios a las cifras que se indica en el Cuadro N° 2. Whitehouse

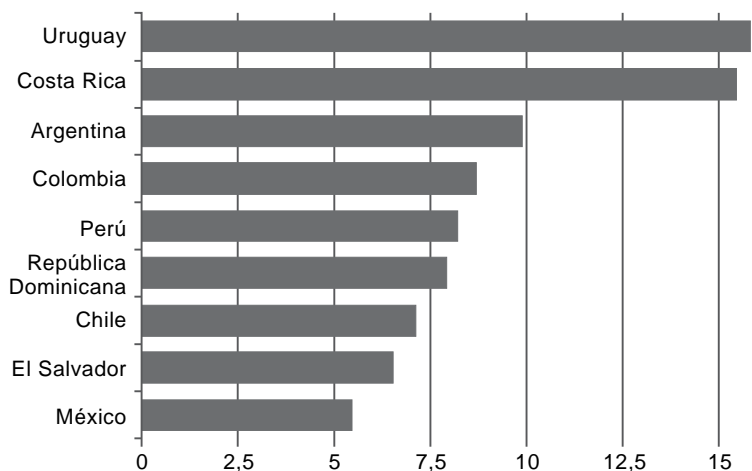
¹⁸ Para efectos de las simulaciones, la razón tope máximo /salario promedio se supone que se mantuvo constante.

(2003) hace esto asumiendo una distribución log-normal de salarios que se aproxima a los patrones observados y toma en consideración la mayor importancia del tramo inferior de la distribución de salarios. El paso final en el cálculo es determinar el valor presente del flujo de pensiones, aplicando tasas de mortalidad específicas para cada país. El resultado es un índice de ‘riqueza de pensiones’ expresada en un múltiplo del salario promedio en cada país. El índice puede interpretarse como el promedio de riqueza de pensiones para trabajadores hombres con vida laboral completa en cada país.

Los resultados en el Gráfico N° 2 están dados por diversos factores. Por ejemplo, los niveles de riqueza de pensiones más altos están siendo generados en países como Costa Rica y Uruguay en parte debido a sus expectativas de vida más altas al momento de jubilar. Los topes máximos más bajos, por contraste, disminuirán el indicador de riqueza de pensiones dado que los salarios de los individuos de más altos ingresos no serán reemplazados en la forma de beneficios de pensiones.

Gráfico N° 2
COMPARACIÓN DE RESULTADOS DE SIMULACIONES
DE RIQUEZA DE PENSIONES

Índice del tamaño del sistema



Riqueza de pensiones como un múltiplo de los ingresos promedio por concepto de salarios, valor promedio ponderado considerando distintos niveles de ingresos.

Fuente: Whitehouse (2003).

El Gráfico N° 2 sugiere que Costa Rica y Uruguay son lejos los esquemas más ambiciosos en términos de la generación de riqueza de pensiones. (Cabe señalar que Argentina ascendería a un 11,9 si se aplicara la tasa de contribución original por cuentas individuales). El resto de la muestra está distribuida en un espectro relativamente amplio alrededor de un promedio de cerca de 10 veces el salario promedio cubierto¹⁹. La diferencia de la constante que encierra el diseño del esquema y la situación actual se torna aparente. Por ejemplo, comparado con Uruguay, Costa Rica actualmente gasta menos de un quinto de lo que gasta Uruguay como proporción del PIB en pensiones y mucho menos que Chile. Esto ilustra el punto de que comparar el diseño de sistemas de pensiones sobre la base de indicadores actualizados es engañoso porque cada uno está en una distinta etapa de maduración y en un punto diferente en la transición demográfica. La comparación de indicadores actualizados es especialmente engañosa dado que los nuevos esquemas han sido introducidos recientemente de modo que las actuales condiciones de beneficios y posibilidad de acceso al sistema serán muy diferentes después de haberse implementado plenamente las reformas.

La conclusión que puede obtenerse de las simulaciones de tasa de reemplazo y riqueza de pensiones de Whitehouse es que existe un nivel significativo de heterogeneidad entre los países que han incorporado reformas a su sistema previsional con respecto a sus objetivos implícitos para el ajuste del consumo y la redistribución. Algunos países tienen metas mucho más ambiciosas que otros. El siguiente aspecto de importancia en el diseño es la composición de esta riqueza de pensión.

3.1.2. Tamaño relativo de los elementos de pensiones públicas y privadas

Un segundo aspecto clave del diseño de sistemas de pensiones es la mezcla entre los elementos públicos, por reparto y los elementos capitalizados, de administración privada. Una manera de medir esto es examinando la proporción de la tasa global de reemplazo generada por la promesa de pago de beneficios por reparto en oposición al elemento con pleno financiamiento. Esto es mejor que comparar la proporción de las contribuciones que van a

¹⁹ Tome nota de que las cifras son sensibles al diferencial de crecimiento supuesto para el retorno-salario neto.

cada tipo de sistema por diversas razones. En primer lugar, ninguno de los esquemas de BD residuales están en equilibrio actuarial y, por lo tanto, la proporción de las contribuciones destinadas a financiarlos tiende a subestimar su importancia en términos del beneficio efectivamente entregado al final. En segundo lugar, los ingresos asignados no provenientes de impuestos a las masas salariales ya están siendo utilizados para financiar distintos sistemas como es el caso de algunos países como Argentina y Uruguay, de modo que la proporción real de financiamiento destinada a cada parte del sistema debería incorporar estas fuentes. En tercer lugar, la actual dependencia de BD públicos en oposición a los CD privados depende en gran medida de los alcances de las garantías de pensiones mínimas.

Los Gráficos N° 3 a-h muestran que además de las variaciones en términos de los niveles de beneficio globales descritos arriba, la proporción de estas tasas de reemplazo generadas por los BD públicos (incluyendo garantías de pensiones mínimas) y las CD privadas varía grandemente entre uno y otro país.

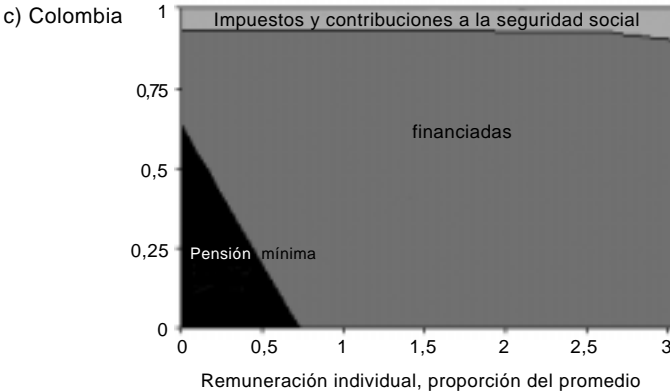
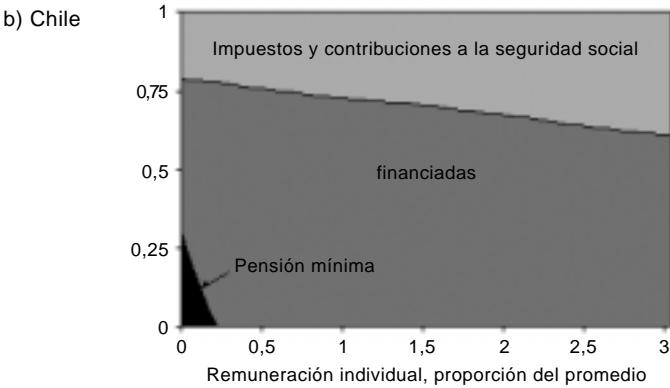
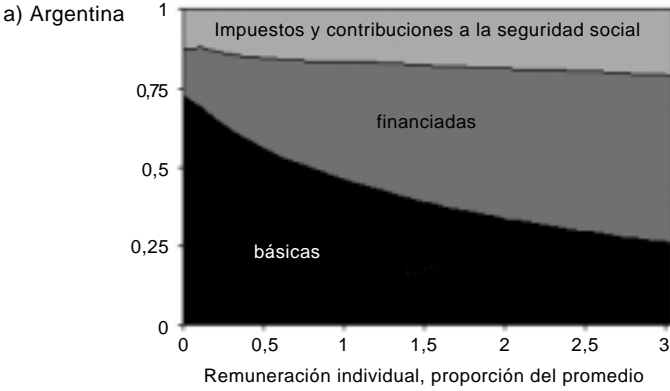
Así por ejemplo, el Gráfico N° 3a nos muestra que para un trabajador hombre argentino de altos ingresos con un historial de contribuciones completo, alrededor de la mitad de la tasa neta de reemplazo proviene de la renta vitalicia adquirida desde la cuenta individual y solamente un cuarto proviene del componente público, no financiado. En el caso de un trabajador de bajos ingresos, por el contrario, dos tercios o más de la tasa de reemplazo proviene del elemento BD no financiado. El área residual en la parte superior del gráfico emerge debido a la diferencia en tasas de impuestos durante el tiempo de trabajo en comparación a lo que ocurre durante la jubilación²⁰.

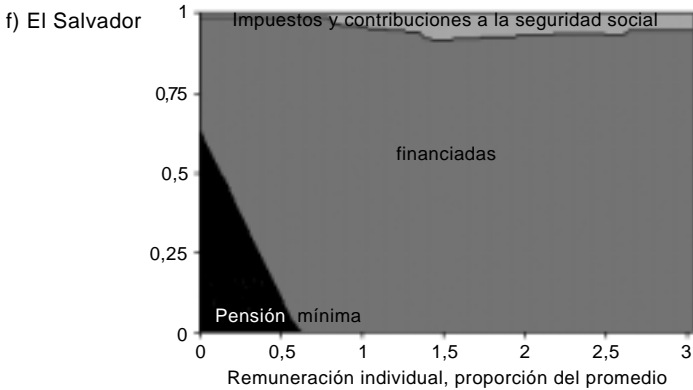
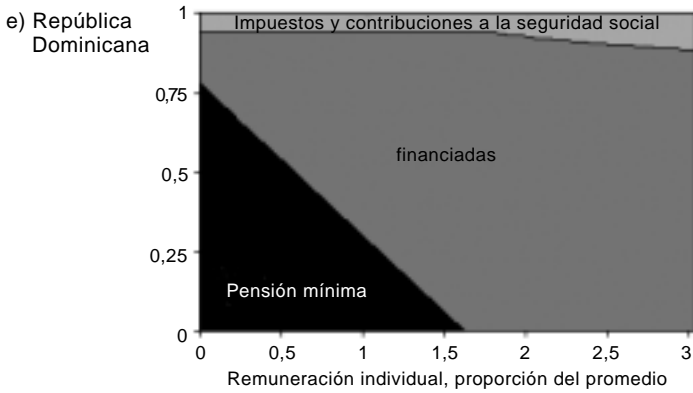
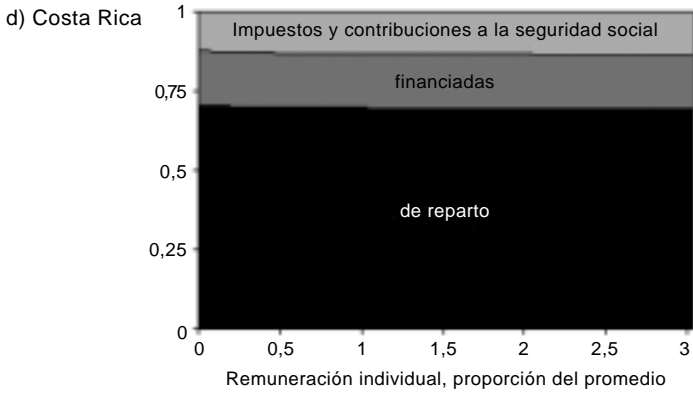
En un extremo del espectro están Chile y Perú (en que las simulaciones asumen que el actual esquema de pensión mínima para los trabajadores más antiguos y los contribuyentes al sistema público BD se haría extensivo eventualmente a los nuevos contribuyentes) con los elementos no financiados más pequeños. Por contraste, Costa Rica y Uruguay continúan dependiendo en gran medida de

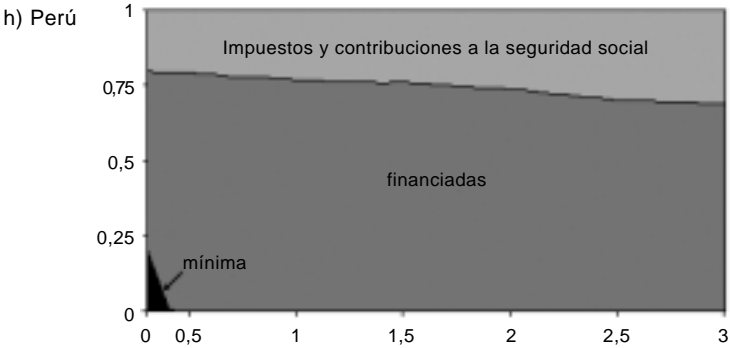
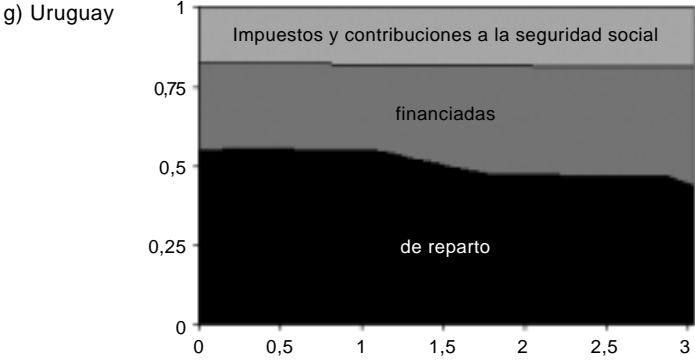
²⁰ Otras fuentes de ingresos en la jubilación no se toman en cuenta, pero en general afectarían solamente a aquellos individuos con ahorros voluntarios de jubilación significativos.

Gráficos N° 3a - N° 3h

FUENTES DE TASAS DE REEMPLAZO NETAS EN OCHO PAÍSES







Fuente: Whitehouse (2003).

las anualidades generadas por sus esquemas públicos BD²¹. En República Dominicana, a pesar de que no existen contribuciones a un sistema público BD, el elemento de beneficios definidos es muy alto debido a una alta garantía de pensión mínima combinada con una tasa de contribuciones relativamente baja.

Debe tenerse en cuenta además que la estimación de la importancia de la garantía de pensión mínima según se indica en esta figura (triángulos abajo a la izquierda) es un tipo de estimación a la baja. Aunque tasas de retorno más altas disminuirían el tamaño de estos triángulos, la combinación de densidades de contribuciones más bajas y la aplicación de tablas de mortalidad específicas por sexo en el caso de las mujeres incrementaría el tamaño de todos los triángulos²². El punto principal, sin embargo, es que existe una enorme variación no solo en el tamaño de los esquemas, sino además en la importancia relativa del rol de las cuentas individuales de administración privada en el logro de estas metas de pensiones. Las caracterizaciones de tales sistemas que ignoran estas diferencias aplicando taxonomías simplistas son altamente engañosas.

3.1.3. Tasa de financiamiento

Un tercer objetivo clave implícito en el diseño del sistema es la proporción de las obligaciones para las cuales deberán destinarse activos o la tasa de financiamiento²³. Una manera de concebir el objetivo de proporción de financiamiento en el sistema es que en condición estable esté directamente ligada a la proporción de la tasa total de reemplazo provista por el componente capitalizado. Puede aparecer a primera vista que la tasa de financiamiento implícito debería ser más alta en aquellos países en que el total de la contribución va a dar a la cuenta individual. Como ya se indicó, sin embargo, la existencia de garantías de pensión mínima (GPM)

²¹ Las provisiones de indexación postjubilación no han sido tomadas en cuenta y afectarían la comparación en el caso de Uruguay en relación al resto de los países. Su actual política de indexación de salarios solamente incrementa el tamaño relativo de la anualidad BD pública.

²² Las implicaciones de los distintos enfoques de garantías de pensiones mínimas se discuten más adelante en el informe.

²³ Es importante destacar que la contrapropuesta a las reformas sistémicas es por lo general una combinación de reformas paramétricas y la acumulación de reservas en un esquema parcialmente financiado, de beneficios definidos y no, como muchas veces se hace parecer, como un esquema de reparto puro.

significa que existe una obligación en estos países y esta dependerá de como se defina el GPM. Una complicación adicional es que los GPM están al menos parcialmente financiados en dos países, Colombia y República Dominicana²⁴.

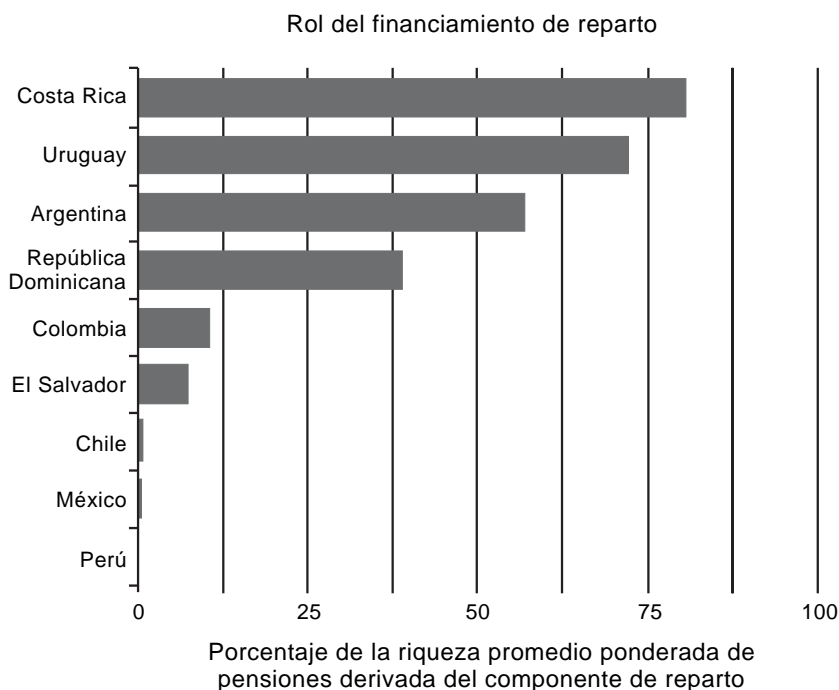
La tasa de financiamiento aumenta además por acción de las reservas públicas de pensiones en el programa público de BD. En tanto existen algunas reservas en Colombia, el único país en que dichas reservas pueden ser consideradas significativas es Costa Rica. En 2002, las reservas de la Caja Costarricense de Seguridad Social fueron de aproximadamente el 14 por ciento del PIB y continuaban creciendo. Sin embargo, con obligaciones estimadas muy superiores a este monto, la tasa de financiamiento para el esquema público BD es relativamente baja.

Haciendo abstracción de los fondos acumulados en los elementos de beneficios definidos del sistema, es decir, los fondos de solidaridad y reservas en el esquema residual de beneficios definidos el monto relativo de financiamiento en los distintos países es una función de la tasa global de reemplazo y la proporción que está cubierta por el componente capitalizado del sistema. Es claro que las tasas de financiamiento disminuyen mientras (a) más grande sea el esquema público de beneficios definidos y (b) mientras más grande sea la garantía de pensiones mínimas en el sistema financiado.

En el Gráfico N° 3 anterior, se estimó un indicador de riqueza total de pensiones para cada país. El Gráfico N° 4 muestra la proporción de dicha riqueza que es generada por el componente por reparto de beneficios definidos del sistema. No resulta sorprendente, entonces, que Costa Rica y Uruguay muestren una mayor dependencia del financiamiento de reparto. Entre los sistemas dominados por el componente financiado, República Dominicana se destaca por tener un elemento de beneficios definidos que es grande debido a la combinación de una baja contribución a la cuenta individual y una alta garantía de pensión mínima.

²⁴ En México la comparación horizontal de contribuciones también reduce el nivel de obligaciones surgido del GPM, pero esto ya ha sido tomado en cuenta en las simulaciones mediante el ajuste de la tasa de contribuciones de acuerdo al nivel de ingresos.

Gráfico N° 4 PROPORCIÓN DEL SISTEMA FINANCIADO SOBRE UNA BASE DE REPARTO



Fuente: Whitehouse (2003).

Estos resultados apoyan en parte la tesis de que obligaciones de pago de pensiones implícitas inicialmente más altas conducen a la privatización de una más baja proporción del sistema²⁵. Sin embargo, aunque las estimaciones que aparecen en el Gráfico N° 4 reflejan mejor la medida de la privatización que digamos, la proporción de las contribuciones que va a dar al esquema financiado, estas ignoran la proporción de contribuyentes cubiertos en los primeros años y la velocidad de la transición. Aun ignorando esto, resulta claro además que gran parte de la variación no puede explicarse

²⁵ Véase por ejemplo, Brooks y James (2000).

únicamente por el tamaño de la obligación asumida con anterioridad a la reforma. Chile y la República Dominicana se destacan a ambos extremos del espectro, lo que sugiere que existen otras razones que determinan las opciones de la política.

3.1.4. Redistribución

Las tasas de reemplazo que aparecen en el Cuadro N° 2 son indicativas de los resultados de ajuste de consumo para trabajadores individuales con ciertos historiales de salarios y que pagaron sus contribuciones con regularidad. El segundo objetivo de la política de pensiones es redistribuir en beneficio de aquellos individuos que, pese a haber ahorrado dentro del sistema, no son capaces de generar un nivel de consumo aceptable para la sociedad.

El hecho de que las tasas de reemplazo sean más altas para los trabajadores de menores ingresos en la mayoría de los países que se indica en el Cuadro N° 2 es evidencia de la intención de redistribuir²⁶. Los triángulos oscuros para aquellos países con garantías de pensiones mínimas en la esquina inferior izquierda de los Gráficos N° 3a-3h proporcionan una medida de la extensión y variación del componente distributivo del sistema. Como se indicó, sin embargo, esta representación tiende a la baja, pero muestra que la proporción de la contribución que va a dar al esquema financiado es un mal indicador de la cantidad de redistribución que se produce en el sistema.

En principio, un sistema basado en contribuciones definidas, de administración privada, puede generar la misma o una mayor cantidad de redistribución hacia aquellas personas que han sido siempre pobres que el sistema tradicional que reemplaza. El monto de la redistribución depende en gran medida del nivel y las posibilidades de acceder a la pensión mínima en ambos tipos de sistemas. En el caso mexicano, depende además de la contribución gubernamental equivalente a la contribución que se hace a la cuenta individual, una forma de prepago de la pensión mínima. Existen, sin embargo, tres áreas en las que pueden identificarse diferencias.

La primera diferencia es que las garantías de pensión mínima en los esquemas financiados tipo CD por lo general no reciben finan-

²⁶ Note que las cifras implícitamente ignoran los cargos fijos que disminuirían las tasas de reemplazo para los trabajadores de más bajos recursos en relación con los trabajadores de más altos recursos. Esto no alteraría el panorama de manera muy significativa.

ciamiento de los impuestos sobre la nómina en tanto que las pensiones mínimas en los esquemas de beneficios definidos por lo general se financian con ingresos provenientes de contribuciones. Dicho esto, sin embargo, esta distinción no es universal. Colombia y la República Dominicana intentan financiar parte de la pensión mínima mediante un impuesto sobre la nómina asignado para uso especial o ‘contribución de solidaridad’. Al mismo tiempo, los sistemas de reparto maduros, como el de Uruguay, ya están financiando gastos, incluyendo pensiones mínimas, con fondos provenientes de ingresos distintos a los impuestos sobre la nómina.

Pese a estas excepciones, es claro que el nuevo modelo tiende a depender más de ingresos generales para el financiamiento de la redistribución hacia los pobres de toda la vida²⁷. Esto tiene el mérito de disminuir los impuestos al trabajo y tiene una mayor probabilidad de generar una fuente de ingresos más progresiva que los impuestos sobre la nómina. Por otro lado, en aquellos casos en que la cobertura es baja, podría argumentarse que los trabajadores en una posición económica relativamente buena, provenientes del sector formal, no son el mejor público objetivo para las escasas transferencias presupuestarias destinadas a aliviar la pobreza. Otra interpretación de la garantía es como una forma de garantía sistémica similar a la garantía sobre los depósitos bancarios.

Aunque el rol de las garantías para los fondos de pensiones relativas a los programas de asistencia social para personas de la tercera edad está más allá de los alcances de este documento, existen claros argumentos en favor de la dependencia de dichos programas cuando la cobertura es limitada, como es el caso en la mayoría de los países en este estudio²⁸. Un reciente estudio del CEPAL ilustra los potenciales costos de expandir los esquemas de asistencia social para cubrir a todas las personas de la tercera edad. Usando el umbral de extrema pobreza urbana y considerando solamente a

²⁷ Esto es reconocido por los críticos de las reformas sistémicas quienes parecen preferir la redistribución al interior del sistema de pensiones antes que mecanismos ‘externos’. Mesa-Lago (2002) en una sección referente a las concesiones hechas en términos de beneficio social en la implementación de los nuevos sistemas, critica que “Las reformas estructurales, particularmente aquellas de tipo substitutivo, carecen de una solidaridad endógena”. Sin embargo, no resulta claro por qué aquello a que se refiere como ‘solidaridad exógena’ es inferior o no puede alcanzar el logro de los mismos objetivos sociales que la solidaridad endógena.

²⁸ Para un análisis completo de los programas de asistencia social para personas de la tercera edad en Latinoamérica, ver ILO (2002).

aqueños con una edad de 65 y superior, el estudio estima costos de entre 0,4 hasta 2,3 por ciento del PIB con la mayoría de los países en el rango del 1 por ciento del PIB. En algunos países, esto representaría una parte significativa del presupuesto nacional, lo que hace surgir la pregunta del costo de oportunidad a pesar de otros grupos vulnerables que requieren de asistencia social.

Una segunda diferencia importante entre el modelo tradicional BD y sistemas que dependen principalmente de una contribución definida es la mayor preponderancia de las transferencias entre miembros del esquema por razones no vinculadas a la pobreza. Estas ‘transferencias intrageneracionales’ han sido documentadas en el caso de muchos esquemas públicos BD en la forma de tasas de rentabilidad interna más altas para trabajadores de ciertas características (carreras cortas, ingreso tardío a la fuerza laboral, casados en oposición a solteros, etc.) Los esquemas de reparto de beneficios definidos tienen además una mayor probabilidad de aplicar normas de accesibilidad y retiro para diferentes categorías de trabajadores que aquellas basadas en una contribución definida, incrementando aún más las disparidades en los resultados obtenidos. Muchas de estas transferencias entre miembros son regresivas, beneficiando a grupos privilegiados y a los trabajadores de más altos ingresos.

En general, las garantías de pensiones mínimas de los esquemas de contribuciones definidas proporcionan un método más transparente para efectuar transferencias hacia grupos de menores ingresos y disminuyen la preponderancia de transferencias regresivas. Un buen ejemplo es la tendencia a utilizar tasas de devengo no lineales para redistribuir en los esquemas de beneficios definidos. En este método, que es muy común, se acredita un mayor beneficio por contribución a los trabajadores cuando están en la etapa inicial de sus carreras.

Lo anterior permite que aquellos con carreras parciales o interrumpidas, un número desproporcionado de los cuales son mujeres y trabajadores que entran y salen del sector informal con frecuencia, reciban una mayor tasa de rentabilidad interna sobre sus contribuciones en relación a trabajadores que contribuyen regularmente durante toda su carrera. Esto puede conducir a un resultado general progresivo, pero debido a que no existe una prueba de ingresos, los trabajadores de altos ingresos con historiales de contribuciones parciales también reciben un subsidio a expensas de los trabajadores de bajos ingresos que contribuyen regularmente. Por otro lado,

una garantía de pensión mínima puede proporcionar transferencias progresivas hacia aquellos trabajadores con historiales de pago de contribuciones menos que completos, en tanto que toman en cuenta el ingreso para evitar algunas de las filtraciones²⁹.

Algunos críticos de los sistemas reformados alegan que las tasas de reemplazo y/o tasas de rentabilidad interna para las mujeres se ven disminuidas por la introducción de contribuciones definidas. Como ya se ha indicado, esto no sucede en el caso de aquellos que califican para una pensión mínima, ya que no existe una razón intrínseca que indique que las condiciones de acceso deban ser más exigentes o que los niveles de beneficios deban ser más bajos en un modelo comparado con otro. Por lo demás, en cualquiera de los dos tipos de sistemas, es probable que las pensiones mínimas beneficien en un número desproporcionado a mujeres, compensando así las diferencias observadas en los niveles de salarios que puedan afectar a cualquier tipo de esquemas de contribuciones basados en los salarios. No resulta sorprendente, entonces, que las simulaciones que abordan el impacto del género demuestren que el resultado dependerá de muchos factores y varían de una mujer a otra. Por lo tanto, las generalizaciones respecto a los efectos del sexo del contribuyente que no tomen en cuenta la edad de jubilación, la densidad de contribuciones y el nivel de ingresos entre otros factores, son engañosas o simplemente equivocadas³⁰.

Sin embargo, resulta claro que las mujeres con ingresos medios-altos que contribuyen regularmente al sistema ya no se benefician del uso implícito de tablas de mortalidad unisexo en el esquema de beneficios definidos, si se permiten tablas de género específico para la conversión de los balances a rentas vitalicias³¹. Si los beneficios son actuarialmente justos, sin embargo, esto simplemente equiparará el valor presente de los beneficios para hombres y mujeres. Como es el caso en las tasas de devengo no lineales, las tasas de rentabilidad más altas en beneficio de mujeres de más altos ingresos en general no se consideran deseables.

²⁹ Aún pueden producirse filtraciones, especialmente en base al grupo familiar cuando la esposa de un trabajador de altos ingresos puede acumular un balance relativamente bajo y calificar para la garantía de pensión mínima salvo que esta esté sujeta a una prueba de activos e ingresos para el grupo familiar.

³⁰ Ver por ejemplo, Rofman y Gruschka (2003) para los resultados de las simulaciones en Argentina.

³¹ Arenas y Mesa y Gana Cornejo (2001) discuten estos aspectos y proporcionan evidencia empírica.

Una consideración final que amerita un mayor estudio a futuro son las normas aplicables a la etapa de pagos del sistema, incluyendo exigencias de rentas vitalicias compartidas así como el nivel obligatorio de prestaciones para sobrevivientes. Ambos tendrán un impacto relevante en el trato recibido por las mujeres en los sistemas reformados. Por lo demás, el impacto final involucra complejas asignaciones al interior del grupo familiar³².

Antes de concluir la discusión acerca de la redistribución, es importante indicar que un estudio completo de la incidencia de la reforma en sí tomaría en cuenta las contribuciones así como los beneficios. Las tasas de retorno por ciclo de vida tendrían que compararse antes y después de la reforma. Esta comparación resulta extremadamente compleja, y quienes deseen comparar los resultados de redistribución bajo el nuevo sistema con los del viejo sistema se verán enfrentados a problemas metodológicos intimidantes.

En primer lugar, existe en la mayoría de los casos una larga transición en términos tales que la relación entre las contribuciones y los beneficios cambia desde un punto de vista tanto intrageneracional como intergeneracional. En segundo lugar, el nuevo sistema muchas veces involucra cambios a parámetros no relacionados con el cambio de paradigma desde beneficios definidos por reparto a contribuciones definidas capitalizadas, como por ejemplo cambios en la edad de jubilación. En tercer lugar, el contrafactual es extremadamente difícil de identificar y explicar. Específicamente ¿se hubiera permitido al esquema insostenible, sin reformar, incurrir en enormes déficit con el fin de mantener las promesas de beneficios o se hubieran erosionado dichos beneficios a través de una subindexación o rebajas futuras como ha sido frecuentemente el caso en el pasado? En última instancia, las premisas concernientes a relaciones clave, tales como la tasa de retorno sobre las inversiones *versus* el crecimiento de los salarios determinará en gran medida los resultados del análisis.

Hay muy pocos estudios disponibles que reflejen dichas comparaciones y, en la mayoría de los casos, los resultados son difíciles de interpretar debido al complejo problema de determinar el contrafactual apropiado. En uno de los pocos estudios de su tipo, Bucheli (1999) calcula las cuentas generacionales para trabajadores hom-

³² Bertranou y Arenas de Mesa (editores) (2003).

bres y mujeres de distintos niveles de ingresos en Uruguay³³. El impacto de cada una de las reformas individuales sobre estos individuos se calcula y suma con el fin de proporcionar una medida de la incidencia de la reforma. Entre otros logros, el estudio muestra que los hombres de altos ingresos y las mujeres de bajos ingresos obtenían los mayores beneficios de las reformas en tanto que las mujeres de ingresos medios sufrían las mayores pérdidas, usando los supuestos de referencia. El estudio encontró, además, lo que no resulta sorprendente, que la comparación era muy sensible a la estimación de la combinación de crecimiento de los salarios con retornos por inversiones. En síntesis, dichas comparaciones son extremadamente difíciles de hacer y requieren tanto de un cuidadoso análisis de diferentes tipos de trabajadores así como un análisis de sensibilidad a los cambios en los supuestos clave.

3.1.5. Conclusiones

Este análisis de los programas de beneficios implícitos demuestra claramente que existen importantes diferencias en el tamaño global y las fuentes de las tasas de reemplazo en los distintos sistemas reformados. El grado al cual los sistemas se financian en estado estacionario también varía grandemente. Los objetivos de tasa de reemplazo de Costa Rica y Uruguay son muy altos en relación a los demás países y tienen además una dependencia mucho mayor a un componente de reparto de beneficio definido. Argentina y la República Dominicana dependen fundamentalmente del esquema financiado para los trabajadores de ingresos altos y medios, pero mantienen un elemento de reparto relativamente importante de beneficios definidos para efectos de una redistribución. Chile, México y Perú, y en menor medida Colombia y El Salvador, dependen mucho más del esquema privado de cuentas de capitalización individuales.

Estos hallazgos se verían reforzados en su mayoría si se tomaran en consideración factores tales como tasas de devengo no lineales, métodos de indexación y otros detalles del diseño de sistemas. El rol de las garantías de pensiones mínimas será mayor en la medida que las densidades de contribución sean menores. Finalmente, el sistema

³³ El caso de Uruguay es posiblemente el más robusto en términos de un contrafactual razonable, dado el historial de indexación automática de los beneficios. Incluso en este caso, sin embargo, la sostenibilidad en el largo plazo del esquema resultaba altamente dudosa, de tal manera que asumir que los beneficios permanecerían al mismo nivel a futuro resulta un tanto heroico.

colombiano, en su sentido más amplio, demostraría una dependencia mucho mayor del componente de beneficios definidos bajo el sistema de reparto si se tomara en consideración la existencia indefinida del esquema paralelo. El impacto potencial de estas diferencias en el diseño de los sistemas se aborda al final de la Sección 3.

3.2. Normas y reglamentos de los programas financiados

La parte del sistema de beneficios definidos, por reparto, es administrada por el Estado o una institución cuasi pública. Por el contrario, el esquema financiado, de contribución definida, es por lo general administrado por empresas privadas que han obtenido una licencia para participar en el mercado y que deben regirse por un conjunto de normas determinado. Estas normas afectan el desempeño del sistema a través de la restricción de las posibilidades de inversión, los cargos y las opciones de pago. Nos referiremos a cada aspecto individualmente.

3.2.1. Normas de inversiones

Las normas de inversiones en sistemas obligatorios financiados adoptan distintas formas incluyendo limitaciones y mínimos por clase de activos, límites por emisor y límites de concentración. Las normas que los rigen especifican además las prácticas de evaluación e informe de resultados. Normas que restringen cómo los fondos de pensiones ejercen sus derechos como accionistas también podrían incluirse en esta categoría.

Todos los sistemas por lo general requieren una valoración de mercado de los activos y tales valoraciones se informan diariamente. Existen excepciones, sin embargo. Debido a la iliquidez de ciertos activos o la falta de transacciones en el mercado secundario, algunos activos requieren procedimientos de valoración especiales. Ejemplos incluyen préstamos de consumo en Uruguay y los bonos emitidos por el instituto de seguridad social para financiar los derechos devengados en El Salvador. Algunos países además permiten el uso de valores nominales para ciertos bonos. En Uruguay, varios bonos caen dentro de esta categoría³⁴. Estas prácticas reducen la volatilidad observada y, en casos extremos, ocultan un riesgo de incumplimiento.

³⁴ Un ejemplo de esto es el 'bono global'. Con maduración en 2027, puede representar 20 por ciento del portafolio de inversiones.

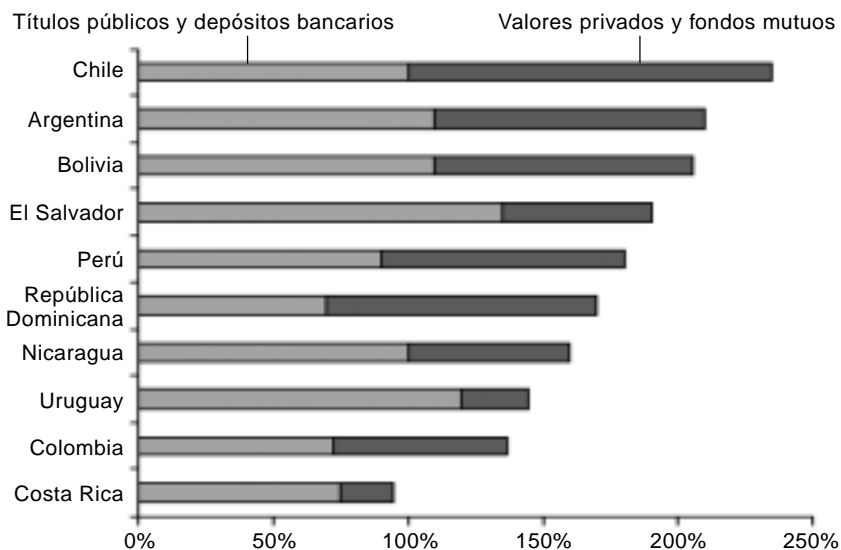
Los países con esquemas obligatorios CD por lo general imponen límites explícitos a sus portafolios de inversiones³⁵. Los Cuadros del Anexo A.2-A.6 muestran estos límites por tipo de activo y emisor en once países en 2002, revelando variaciones significativas. Con respecto a los activos domésticos, por ejemplo, las inversiones en acciones no se permiten en varios países, en tanto que otros las permiten hasta un cuarenta por ciento del valor del fondo. Los límites relativos a Bonos emitidos por sociedades anónimas son mayores, con un límite de alrededor del cincuenta por ciento. Los límites relativos a instrumentos de deuda gubernamentales son mucho mayores y van desde 40 a 100 por ciento con la mayor parte de los países situados en la parte superior del espectro. Tres países permiten el uso de derivados, pero solamente en Chile se permiten en montos de alguna consideración.

Los límites por clase individual de activos en sí mismos proporcionan solo información parcial acerca de su impacto en las políticas de inversiones por tres razones. En primer lugar, los límites deben verse en conjunto para determinar el grado de flexibilidad de los fondos de pensiones para invertir. Si la suma de los límites es 100%, por ejemplo, la asignación de activos esta efectivamente definida. En segundo lugar, aun en aquellos casos en los que los límites permiten cierta flexibilidad, las limitaciones de oferta local de instrumentos es muchas veces la limitación más efectiva. En tercer lugar, puede haber una exigencia de invertir una proporción mínima de fondos en ciertos activos que exceden dichas limitaciones.

En relación con el primer punto, el Gráfico N° 5 examina una particular combinación de límites a los activos que son importantes en la mayoría de los países. Las barras constituyen los máximos para dos tipos de clases de activos locales, los títulos de gobierno y los depósitos bancarios por un lado y los valores emitidos por el sector privado (excluyendo aquellos emitidos por instituciones financieras) y fondos mutuos por el otro. Dentro de estas clases de activos, Chile proporciona la mayor flexibilidad y tiene la más alta proporción relativa a valores emitidos por empresas del sector privado y fondos mutuos. En el otro extremo del espectro, Costa Rica y Uruguay ofrecen la menor flexibilidad y tienen los límites más restrictivos.

³⁵ Australia y Suecia son excepciones dignas de mención.

Gráfico N° 5
COMPARACIÓN DE LOS LÍMITES A
LOS PORTAFOLIOS EN 10 PAÍSES



Fuente: Véase Anexo, Cuadros A.2-A.6 para mayores detalles y fuentes.

El caso de El Salvador ayuda a ilustrar los últimos dos puntos. A pesar de tener un límite relativamente alto a las inversiones en bonos emitidos por sociedades anónimas de 50 por ciento del portafolio, la oferta de tales instrumentos es muy pequeña y por lo tanto la restricción no es obligatoria. Por otro lado, los fondos de pensiones tienen la obligación de adquirir dos activos no transables –bonos especiales y papeles emitidos por la banca nacional de la vivienda– los cuales en total pueden representar más de la mitad de las inversiones totales en los próximos años. En otras palabras, debido a mandatos de inversión combinados con una escasez de oportunidades de inversión locales, los límites reglamentarios a los portafolios de inversiones constituyen un factor secundario.

Solis (1999) y Srinivas y Yermo (1999) alegan que los límites a los portafolios de inversiones originan menores retornos reajustados por riesgo y, por lo tanto, menores beneficios. Aunque reconoce el potencial para tales efectos, Valdés (2000) disputa la evidencia empírica presentada por Srinivas y Yermo y cita evidencia contradictoria proveniente de otros estudios. Más importante

aún, alega Valdés, puede ser necesario imponer límites por razones particulares vinculadas a las condiciones iniciales de la reforma en cada país.

Valdés-Prieto (2000) destaca el razonamiento subyacente a la colocación de fuertes restricciones a las inversiones de capital durante los primeros cinco años del sistema chileno. Según indica, la posibilidad de que los fondos de pensiones se hubieran usado para apoyar un sector bancario insolvente a expensas de los trabajadores justificó las normas de transición relativas a las inversiones. Sin duda que situaciones similares se producirán en otros países y podrán justificar similares restricciones temporales. El peligro es que la visión de largo plazo sobre la política de inversiones para este sector puede olvidarse y, a diferencia de lo ocurrido en Chile, las normas pueden no evolucionar en la dirección correcta.

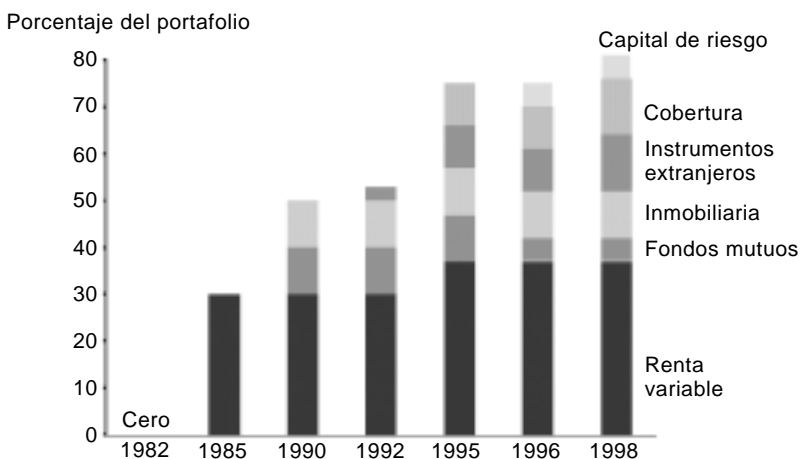
La estrategia de liberalización gradual que ha caracterizado a Chile en las últimas dos décadas y que se indica en el Gráfico N° 6, requiere de una visión de largo plazo basada en principios de diversificación. Evita los mandatos gubernamentales con fines de 'inversión social' o inversiones con objetivos económicos específicos (tales como aquellos citados en el caso de El Salvador). El peligro está en que los gobiernos manipulen los fondos de pensiones privados con el fin de lograr objetivos no relacionados con la provisión de pensiones³⁶.

A medida que los fondos se acumulan, existen dos opciones para incrementar el universo de inversiones en interés de los participantes en el plan. La primera opción es desarrollar mercados de capital domésticos y por lo tanto está más allá de los alcances de lo que puede hacerse a través de cambios a las normas relativas a las pensiones. La segunda opción es permitir que una proporción mayor de los fondos de pensiones se invierta en el extranjero. Esto está sujeto a cambios a través de las normativas impulsadas por la autoridad.

El Cuadro N° A.3 describe los límites a las inversiones en el extranjero en cada país. Sin embargo, estos límites están sujetos

³⁶ De hecho, una de las razones clave para el nuevo modelo es minimizar este riesgo a través de las cuentas de capitalización individual, que alinean los intereses de los miembros con políticas de inversión comercial, algo que no ha sido posible bajo reservas de pensiones públicas capitalizadas parcialmente. Ver Iglesias y Palacios (2000).

Gráfico N° 6
SUMA DE LÍMITES RESPECTO DE VARIOS ACTIVOS EN CHILE
1982-1998



Fuente: Banco Mundial, “Pension Reform Primer”, nota relativa a los límites a los portafolios.
 Nota: “Inmobiliaria” se refiere a fondos de inversión que invierten en bienes raíces.

en la mayoría de los casos a la aprobación de las autoridades monetarias responsables por las políticas cambiarias. En el caso de Bolivia, por ejemplo, las normas establecen que hasta un cincuenta por ciento del portafolio de inversiones puede mantenerse en valores extranjeros. Sin embargo, hasta el 2002 estas inversiones estaban prohibidas. Restricciones similares han impedido a los fondos de pensiones peruanos incrementar el nivel de sus inversiones en el extranjero.

Los argumentos para invertir en el extranjero son conocidos³⁷. Aunque se ha citado la ‘preferencia local’ en la literatura sobre el tema, la tendencia a invertir más al nivel doméstico de lo que hubiera sido considerado eficiente, basándose en un análisis de los riesgos en relación con los retornos esperados, esto por lo general se basa en evidencia proveniente de países con mercados de capital altamente desarrollados³⁸. Por lo demás, la tendencia ha sido a

³⁷ Para aplicaciones en el contexto de las reformas a los sistemas de pensiones en Latinoamérica, véase Siandra (1999) y Tarzajan (2002).

³⁸ Véase OCDE (1998) para una discusión de este tema.

una mayor inversión en el extranjero en la mayoría de los países durante la última década³⁹.

Este fenómeno de ‘preferencia local’ no parece ser relevante para las reformas a los sistemas de pensiones en América Latina. Los logros en términos de diversificación son especialmente claros en aquellos países con mercados de capitales locales muy limitados. Aunque la inversión en activos expresados en US\$ prevalece en ciertos países (por ejemplo, Bolivia y Uruguay) esto dice relación con un riesgo de tipo de cambio solamente. Las restricciones a la adquisición de valores emitidos en el extranjero cierran una importante opción a los fondos de pensiones en vías de crecimiento rápido, limitando su capacidad para diversificarse en varios sectores, instrumentos y, especialmente, riesgos específicos de cada país. En síntesis, los argumentos para incrementar las inversiones en el extranjero son convincentes⁴⁰.

Si acaso los límites a las inversiones domésticas y en el extranjero se relajaran de manera apropiada a medida que los activos crecen y si acaso dichos límites estarán basados en un análisis adecuado, es una pregunta importante y la respuesta a dicha pregunta será crucial para determinar el desempeño de los nuevos sistemas. Sin embargo, una pregunta más fundamental es si acaso dichos límites deben ser un aspecto permanente de los nuevos sistemas. La alternativa a las restricciones por clase de activos es imponer límites generales al riesgo total del portafolio o la regla de la ‘persona prudente’.

Los límites por lo general se justifican sobre la base de tres objetivos de política pública. En primer lugar existe el deseo –por lo general no explicitado– de limitar la dispersión de los resultados para trabajadores equivalentes (las garantías de retornos relativos constituyen otro ejemplo de una política diseñada con este fin). En segundo lugar, existe el deseo de limitar el riesgo de descensos en los retornos, aun a costos de los retornos promedio (una filosofía similar es inherente a otros elementos característicos del sistema, tales como proveedores de giro único, lo que implica una compensación entre potenciales conflictos de interés y costos administrativos). En tercer lugar, puede haber problemas de riesgos morales cuando exista una garantía de pensión mínima y la ausencia de

³⁹ Phillips y Drew (2002).

⁴⁰ Este tema se repasa nuevamente en la Sección 4.

límites incrementaría el valor de la opción para un individuo que eligió un portafolio más riesgoso.

El enfoque de ‘la persona prudente’ en las inversiones no abordaría estos aspectos y su aplicación efectiva requiere de un robusto sistema legal que no existe en la mayoría de los países. Por otro lado, la colocación de límites al nivel general de riesgos del portafolio podría hacerse cargo de las tres preocupaciones. Los cambios recientemente incorporados a las normas de inversión en México constituyen un ejemplo de cambios que apuntan en esta dirección (ver Anexo Cuadro N° A.4). Con el correr del tiempo, los actuales límites de inversión podrían basarse en una política explícita con respecto a la dispersión de niveles deseados de beneficio y riesgo de descenso, basándose en la experiencia de los retornos sobre riesgos reajustados o sustitutos. Podrían aplicarse medidas relativas al valor en riesgo, en lugar de límites por clase de activo, los cuales reducen la flexibilidad y competitividad del mercado. Los reguladores de varios países actualmente estudian el precedente mexicano.

Otra innovación en el diseño de normas de inversión es la reciente introducción de opciones múltiples de portafolios en Chile⁴¹. Introducido en 2002, el concepto de los multifondos probablemente emergerá en otros países como México⁴². El Cuadro N° 4 muestra la gama de portafolios de inversiones actualmente disponible en Chile, junto con su disponibilidad de acceso por edad. Tome nota de que para aquellos que ya participan en el sistema, el Fondo C es la opción que mantiene la asignación de portafolio que prevalecía durante el período de portafolio único.

Existe un claro potencial de ganancia para los miembros del sistema que actualmente pueden definir sus portafolios a la medida, de acuerdo a sus propias tolerancias de riesgo. Además pueden producirse beneficios en términos de diferenciaciones de producto, conducentes a una mayor competitividad. Sin embargo, Valdés-Prieto (2002) critica la opción por defecto, alegando que la edad es solamente uno de muchos factores que afectan la aversión al riesgo.

⁴¹ Un segundo fondo ya se había incorporado en 1999, aunque su impacto en el sistema había sido bajo.

⁴² La elección de un portafolio de inversiones de este tipo ya existe en otros países con esquemas de contribuciones definidas de carácter obligatorio, tales como Suecia y Hong Kong.

Cuadro N° 4
OPCIONES DE PORTAFOLIO POR EDAD EN
EL ESQUEMA CHILENO DE ‘MULTIFONDOS’

	Hombres	Menos de 55 años de edad -	56 años o más/ 51 años o más	Jubilados bajo modalidad de retiros programados	Límites máximos/mínimos en renta variable
	Mujeres	Menos de 60 años de edad			
	Fondo A	✓			80/40
Opciones de inversión	Fondo B	✓	✓		60/25
	Fondo C	✓	✓	✓	40/15
	Fondo D	✓	✓	✓	20/5
	Fondo E	✓	✓	✓	0/0

Fuente: SAFP (2002).

Asimismo, la tendencia de los individuos a depender de la opción por defecto efectivamente libera al administrador del fondo de pensiones de la responsabilidad de su rol como intermediario, disminuyendo uno de los potenciales beneficios del sistema, la presencia de intermediarios con experiencia y con costos de información más bajos.

Aunque ha habido un nivel sorprendentemente alto de interés por parte de los afiliados durante el período inicial de selección de portafolio, resulta difícil evaluar hasta qué punto los individuos entienden claramente sus opciones. Estudios de los participantes en el programa “US 401 (k)” en el que la elección de portafolio existe, sugieren que los costos de información son altos para los individuos y que existe una fuerte tendencia a aceptar la opción por defecto (la opción asignada a los individuos cuando estos no han hecho una elección), cuando esta existe. Los resultados de los estudios realizados en Chile sugieren que aun después de 22 años, existen grandes lagunas de desconocimiento con respecto al sistema de pensiones entre sus afiliados⁴³.

⁴³ La Superintendencia de Pensiones de Chile ha intentado remediar esta situación, dando instrucciones de que se provea a los usuarios ciertos tipos de información, y existen esfuerzos paralelos para educar a las personas a nivel incluso de educación secundaria. Por otro lado, el actual sistema para clasificar las cinco elecciones de portafolio de inversiones en el sistema, el cual depende exclusivamente en la provisión de instrumentos de renta variable *versus* instrumentos de renta fija, puede no

3.2.2. Estructuras de cargos y límites

Existen normas en cada sistema referentes a la manera en que se efectúan los cobros para los servicios proporcionados por las administradoras de los fondos de pensiones. Nuevamente existen aquí significativas variaciones entre los distintos países, como lo revela el Cuadro N° 5. Aunque todos los países permiten o, en algunos casos, exigen cobros sobre los flujos de contribuciones, solamente México y Nicaragua permiten cargos basados en los activos. Costa Rica, México y República Dominicana permiten cargos basados en los retornos. La mitad de los países colocan algún tipo de límite al cobro de comisiones. El Salvador y Colombia aplican dicho límite al monto de los seguros y cargos netos.

Cuadro N° 5
REGLAMENTOS RELATIVOS A LOS CARGOS

Tipo de cargo permitido o existente de tope						
	Cargos fijos	Basados en contribuciones	Basados en activos	Basados en retornos	Descuento por permanencia	Topes para comisiones (o contrato)
Argentina		X			X	
Bolivia		X				X ¹
Colombia		X				X ²
Chile	X	X				
Costa Rica		X		X		X
República Dominicana		X		X		X
Ecuador		X				
El Salvador		X			X	X ²
México	X	X	X	X	X	
Nicaragua		X	X		X	X
Perú		X			X	
Uruguay	X	X			X	

¹ Cargos acordados como una parte del contrato de concesión.

² El tope es sobre el total del cargo para seguros y comisiones.

contribuir a mejorar estos niveles de comprensión. Específicamente, la actual opción ‘más riesgosa’ de portafolio es también la cual en que se permite la mayor proporción de inversiones en valores emitidos en el extranjero. Dadas las potenciales ganancias en términos de diversificación de las inversiones provenientes de las inversiones en el extranjero, esto puede resultar engañoso.

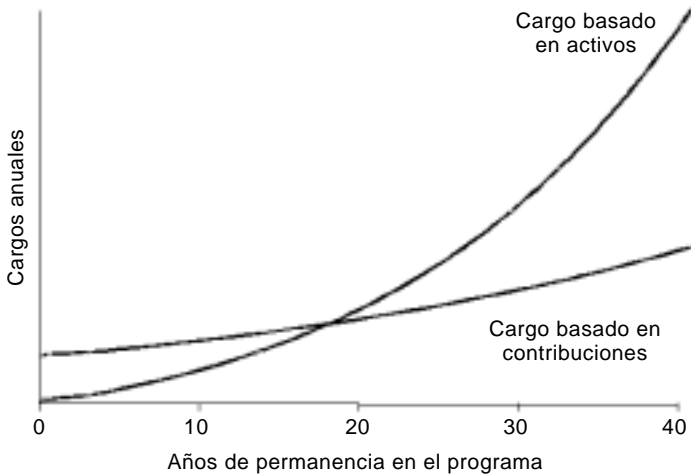
Iglesias (2000) cita el deseo de transparencia, facilidad de administración para los empleadores, adaptabilidad a las cambiantes estructuras de costos de los proveedores y finalmente los subsidios para trabajadores de menores recursos como las motivaciones para las restricciones. Asimismo, indica que algunos de estos criterios son mutuamente incompatibles. Whitehouse (2000) ilustra cómo las distintas estructuras de cobros puede afectar el flujo de comisiones en el período de acumulación. Esto tiene consecuencias tanto sobre las proyecciones de retornos netos esperados para el individuo, como sobre el flujo de ingresos para el individuo, además del flujo de ingresos para la administradora del fondo de pensiones, como lo indica el Gráfico N° 7. Claramente la dependencia respecto de cargos basados en las contribuciones privilegia los flujos de comisiones respecto a los cargos basados en los activos.

Las restricciones a los cargos generan subsidios cruzados cuando las empresas no son capaces de diferenciar los precios para individuos que representan diferentes costos marginales al proveedor. Existen costos asociados a la administración de cualquier cuenta individual, pero las restricciones que prohíben cargos anuales fijos o una comisión basada en activos o retornos genera un subsidio desde los contribuyentes activos hacia aquellos con cuentas inactivas⁴⁴. Los subsidios cruzados también son el resultado de normas que prohíben la diferenciación de cargos para grupos e individuos con cuentas de diferentes tamaños. Una excepción a esta norma de cobros uniformes la constituyen los descuentos por persistencia o 'lealtad'.

Algunos subsidios cruzados pueden redistribuir en beneficio de los trabajadores de menores ingresos. Este es el caso, por ejemplo, cuando las empresas se ven obligadas a cobrar tasas uniformes o cuando se prohíben los cargos fijos. También es probable que ocurra cuando los cambios se produzcan en los flujos y exista una fuerte correlación entre la densidad de contribuciones y el nivel de ingresos en toda la vida del contribuyente. Sin embargo, no todos los trabajadores con un historial de contribuciones incompleto tienen un bajo nivel de ingresos, de tal manera que se producen

⁴⁴ También existen subsidios cruzados relacionados con la edad, incluyendo los de trabajadores hacia aquellos que reciben retiros programados y dentro del esquema de seguros de invalidez y sobrevivencia, en los que los riesgos son sistemáticamente mayores para los trabajadores mayores. La invalidez también implica subsidios cruzados hacia trabajadores de ingresos más bajos.

Gráfico N° 7
PERFIL DE TIEMPO DE PAGOS DE
DIFERENTES TIPOS DE CARGOS



Fuente: Whitehouse (2000).

Nota: Los cargos basados en las contribuciones se hacen sobre los flujos y suponen un crecimiento real de los ingresos.

filtraciones. Por lo demás, existen formas más directas de subsidio a los individuos de bajos ingresos.

Otro argumento en favor de la rigidez de las estructuras de cargos es la promoción de transparencia. Aunque existe poca evidencia empírica que sugiera la existencia de una mayor competencia en sistemas con estructuras de cargos más transparentes, existe preocupación acerca de la capacidad de los individuos de comparar diferentes estructuras de cobros. La complejidad de esta comparación, las conclusiones, que pueden variar de acuerdo con distintas variables, ha llevado al supervisor en México, por ejemplo, a publicar tablas estandarizadas comparando las comisiones.

La principal preocupación en cuanto a los cargos se debe al impacto potencial que pueden tener los cargos sobre los ingresos netos y, en última instancia, sobre el nivel de pensiones alcanzado (ver Sección 4.2.2). Las propuestas para abordar este tema son de dos categorías: generar mayor competencia o restringir no solamente la estructura, sino también el nivel de los cobros.

Ejemplos de propuestas que caen dentro de la primera categoría sirven para mantener las estructuras de cargos simples, pero permiten una competencia limitada basada en descuentos de grupo⁴⁵ con el fin de permitir a otros participantes del sector financiero ofrecer servicios de fondos de pensiones y de otra manera disminuir las barreras de ingreso, y finalmente incrementar la percepción del consumidor acerca de los cambios. En México y Argentina se utiliza un incentivo adicional. Los individuos que no eligen un proveedor son asignados a aquellos con los cargos más bajos⁴⁶.

El segundo enfoque involucra el control directo de los cargos. Esto adopta varias formas en los cinco países que aplican un tope⁴⁷. En Colombia, El Salvador y Nicaragua el límite es sobre la suma de la prima de seguro de invalidez y sobrevivencia y la comisión. En aquellos casos en que ha sido aplicado, todos los proveedores han tendido a cobrar el máximo. En Costa Rica, el cobro se hacía sobre los ingresos y el tope se fijó originalmente en ocho por ciento en términos nominales, lo que casi todos los proveedores cobraban. El tope se elevó en 2003 y se incorporó un cobro vinculado a las contribuciones, asimismo con un límite. Finalmente, en República Dominicana, las administradoras están autorizadas a cobrar hasta un 0,5% del salario cubierto, más un porcentaje de retornos sobre la tasa de referencia así como un uno por ciento por concepto de seguros.

La fijación de límites es en gran medida el resultado de lo que se percibe como una relación débil entre costos y comisiones. El potencial de comportamiento oligopólico es especialmente agudo en mercados pequeños en términos del número de afiliados y activos y se agrava por la presencia de barreras al ingreso de otros participantes. Sin embargo, resulta claro que los límites serán siempre arbitrarios de alguna manera. Si son muy bajos, puede desincentivar a potenciales participantes de ingresar al mercado, exacerbando la concentración de este, mientras que si dichos límites son demasiado altos, pueden considerarse la norma y simplemente legitiman el comportamiento oligopólico. Cielos bajos podrían dar

⁴⁵ Ver Mastrangelo (1999).

⁴⁶ Esto se introdujo en México por CONSAR en 2002.

⁴⁷ El sistema boliviano se basa en cotizaciones internacionales para una concesión en que los criterios incorporados en el sistema de selección incluyen los niveles de las comisiones. Aunque el caso es interesante, se produjo bajo circunstancias únicas que hacen difíciles las comparaciones con otros países.

lugar a pérdidas para los consumidores que estén dispuestos a pagar por un mejor servicio.

Una forma popular, aunque menos directa, de intervenir en el mercado es intentar disminuir los costos restringiendo el número de veces que un individuo puede cambiarse de un fondo a otro. Este tipo de restricción se basa en el supuesto de que los incrementos en costos de marketing debidos a comisiones por ventas se pasen a los consumidores a través de cargos más altos. Las restricciones buscan minimizar los costos de *marketing* disminuyendo el número de posibles transferencias. Todos los países restringen las transferencias, por lo general especificando el número de meses que un afiliado debe haber contribuido o mantenido vigente su cuenta en el fondo de pensiones antes de cambiarse. Los períodos de tiempo varían de 2,5 meses en Chile a una vez al año en varios países (ver Anexo, Cuadro A.6). Sin embargo, el riesgo de limitar la competencia es que contribuye a la inercia y falta de competencia sin necesariamente disminuir los cargos. De hecho, dado que estas restricciones aseguran un período más largo de afiliación y por lo tanto un mayor flujo de ingresos, los costos de *marketing* pueden incrementarse en la forma de comisiones más altas pagaderas a los agentes por transferencia.

3.2.3. Retiros

La mayor parte del esfuerzo de los reguladores se ha concentrado en el periodo de acumulación, lo que no es sorprendente dado que existen más pensionados en Chile que en cualquier otro país. No obstante, un adecuado ahorro a la edad de jubilar es un paso intermedio hacia la meta final. El objetivo de los sistemas de fondos de pensiones obligatorios es doble: evitar una baja súbita y pronunciada en los niveles de consumo y proteger al individuo contra la pobreza durante su vejez. La provisión de un seguro de longevidad efectivo o al menos espaciar los pagos durante la vejez es importante para el cumplimiento de ambos objetivos. Por estas razones, en la mayoría de los esquemas obligatorios con contribuciones definidas, los retiros están restringidos⁴⁸.

Aunque todos los sistemas en América Latina restringen los retiros al jubilar, las opciones ofrecidas y la forma en que se regulan va-

⁴⁸ Excepciones a esto son Australia y Hong Kong.

Cuadro N° 6
REGLAMENTOS CONCERNIENTES A LOS RETIROS

	Renta vitalicia (RV)	Retiro programado (RP)	Combinación de RV y RP, o RV diferida	Suma alzada por sobre el mínimo	Anualidad variable
Argentina	X	X	X	X	X
Bolivia	X	X			X
Colombia	X	X	X	X	
Chile	X	X	X	X	
Costa Rica	X	X	X		
Ecuador	X	X			
El Salvador	X	X	X	X	
México	X	X	X	X	
Nicaragua	X	X	X	X	
Perú	X	X	X	X	
Uruguay	X				

Fuente: Devesa-Carpio y Vidal Melia (2002); Palacios y Rofman (2000).

rían. El Cuadro N° 6 muestra cómo todos los esquemas permiten rentas vitalicias y todos los países, con la excepción de Uruguay, permiten retiros programados⁴⁹. Muchos países permiten ya sea una combinación de retiros programados o la postergación de la decisión de contratar una renta vitalicia. Solamente Bolivia y Argentina permiten el pago de anualidades variables y en el último caso, sujeto a la condición del pago de una tasa de interés mínima. Se espera que una propuesta llevada al congreso en 2003 introduzca la modalidad de anualidades variables al esquema chileno en 2004.

Otra importante consideración de diseño es la posibilidad de retirar fondos con otros fines cuando la pensión entregada por el sistema ya cumple con los objetivos de las políticas públicas. Una cierta flexibilidad en este caso es justificable dada la diversidad de circunstancias que afectan a quienes se jubilan en términos de sus otros activos, deseos de realizar donaciones y otros usos para sus

⁴⁹ El riesgo de la oportunidad en que se haga esto en relación con las tasas de interés se ha citado como un posible problema. Este riesgo puede mitigarse mediante los pagos diferidos o retiros programados con anualidad.

ahorros, tales como su propia salud. Asimismo, la posibilidad de que la mortalidad se vea vinculada al nivel de ingresos durante la vida del trabajador puede conducir a consecuencias no deseadas de redistribución, a través de un exceso de rentas vitalicias.

El Cuadro N° 7 muestra las políticas adoptadas por cada país a este respecto. Los enfoques pueden agruparse en cuatro tipos. El primer grupo, que incluye a Argentina, Colombia, Chile, Nicaragua y El Salvador tiene metas específicas que dicen relación tanto con el ajuste del consumo como con los objetivos de paliación de la pobreza del esquema. Un segundo grupo, que incluye a República Dominicana y México, omite la referencia a los salarios del participante en el sistema, pero especifica un nivel objetivo mínimo. Sin embargo, es interesante notar que el monto del primero esta bajo la pensión mínima. Perú especifica un mínimo relativo a los ingresos del trabajador mismo, pero hasta el momento no existe una pensión mínima para los nuevos postulantes. Por último, varios países, incluyendo Bolivia, Costa Rica y Uruguay, no permiten retiros totales.

Cuadro N° 7
EXIGENCIA DE BENEFICIO EQUIVALENTE A LA RENTA VITALICIA

	Porcentaje del salario propio	Porcentaje de la pensión mínima
Argentina	70	300 ¹
Bolivia		
Colombia	70	110
Chile	70	120
Costa Rica		
República Dominicana	ninguno	50
Ecuador		
El Salvador	70	160
México	ninguno	130
Nicaragua	60	160
Perú	80	Na
Uruguay		

Fuente: Devesa-Carpio y Vidal Melia (2002).

¹ Porcentaje del PBU

Esto es particularmente notorio en el caso de Costa Rica y Uruguay donde, como se indicó antes, los beneficios globales son los más altos y en su mayor parte en la forma de un esquema de beneficios definidos que ofrece pensiones indexadas. Combinado con la prohibición de realizar retiros programados de Uruguay, la meta de términos de rentas vitalicias parece ser extremadamente alta bajo cualquier punto de comparación. Por contraste, el sistema boliviano tiene una meta de beneficios implícitos modesta y ninguna garantía de pensión mínima.

Una última consideración relativa al diseño de los pagos del beneficio de vejez dice relación con los reglamentos que afectan la fijación de precios de los distintos productos disponibles. En el caso de retiros programados, esto dice relación con la fórmula especificada por los reguladores. Aquí, una importante decisión de diseño es la tasa técnica de interés utilizada para generar el flujo de pagos en el retiro programado. Si esta tasa es demasiado alta, los fondos pueden agotarse rápidamente en tanto que lo opuesto puede llevar a una sobrecompensación y disminuir el consumo innecesariamente.

Las normas relativas a las rentas vitalicias son aún más problemáticas. En aquellos países en los que existe una reglamentación al respecto, hay cuestiones relativas a la tasa de mortalidad subyacente⁵⁰. Varios países que permiten el pago de rentas vitalicias no cuentan con reglamentos detallados o tablas actuariales para implementar esta política. La falta de información y baja cobertura dificultará la creación de las bases técnicas para dichas reglamentos. Costa Rica, República Dominicana, El Salvador y Nicaragua deberán enfrentar este desafío en los próximos años, Costa Rica recientemente produjo un conjunto de tablas con este fin, pero aún no ha generado los reglamentos relevantes.

3.2.4. Informes y divulgación de información

Una importante característica del marco regulador en los esquemas latinoamericanos es el énfasis en la transparencia. Este énfasis se manifiesta de muchas maneras que van desde el diseño basado en el proveedor de giro único hasta las estructuras simples y unifor-

⁵⁰ Para una discusión detallada de estos puntos en relación con Argentina, Colombia, Chile y Perú, ver Palacios y Rofman (2000).

mes comunes a la mayoría de los países. Existe además un fuerte énfasis en la información a los afiliados y la mayoría de los supervisores exige al menos dos estados de cuenta por año. Es común encontrar normas acerca de la publicidad y calificación del personal de ventas.

3.2.5. Normas concernientes a los seguros de invalidez y sobrevivencia

Con las excepciones de México y Costa Rica las administradoras están obligadas por ley a proporcionar un seguro de invalidez de grupo y sobrevivencia para sus miembros. Esta cobertura por lo general se adquiere a través de un contrato de seguros de grupo y se carga al contribuyente. En estado estacionario, el costo de este seguro dependerá de la incidencia de invalidez y mortalidad entre los miembros del esquema, las tasas de retorno, la densidad de las contribuciones y la fórmula de beneficios.

Grushka (2003) ilustra la relación entre los determinantes clave de las primas de invalidez y vida en estado estacionario en un esquema hipotético financiado. Haciendo abstracción del período de transición y condiciones de mercado en países particulares, Grushka calcula la sensibilidad de la prima a cambios en algunas de sus variables clave. Los resultados se muestran en el Cuadro N° 8. La tabla muestra 11 escenarios posibles, con diferentes combinaciones de niveles de beneficios, historiales de contribución y retornos de las inversiones. Por ejemplo, un incremento en los retornos de inversiones de dos puntos porcentuales disminuye la prima de estado estacionario en un tercio, en tanto que una disminución en la tasa de contribuciones a la cuenta de capitalización individual del 10 al 7,5 por ciento incrementa el valor de la prima en 16 por ciento. Una disminución en la tasa de reemplazo de 70% a 50% (pasando del caso base al escenario 1) disminuye la prima de equilibrio en casi la mitad.

El último factor es claramente un asunto de diseño del sistema. El beneficio por incapacidad total en los distintos países varía desde 35-70 por ciento para invalidez total y existe una variación adicional en la base de ingresos que se usa para calcular el beneficio (ver Anexo Cuadro A.8). Otros temas relacionados con el diseño del sistema incluyen el tiempo de duración de la cobertura desde la fecha de la última contribución. Las diferencias implícitas entre países en términos de primas de equilibrio pueden ser significativas. Cuando se toma

Cuadro N° 8
DETERMINANTES DE LA PRIMA DE SEGURO
DE VIDA / INVALIDEZ EN ESTADO ESTACIONARIO

Caso	Tasa de reemplazo	Pensión de sobrevivencia	Retornos de inversiones	Tasa de contribución	Densidad de contribuciones	Costo (% del salario)	Diferencial comparado con el caso base
	%	%	%	%	%		%
Base	70	70 (49)	4	10	70	2,32	
1	50	50 (35)				1,19	-49
2						1,92	-17
3	50	50 (25)				1,02	-56
4		0				1,51	-35
5			2			2,80	21
6			6			1,53	-34
7				12,5		1,95	-16
8				7,5		2,69	16
9				0		3,81	64
10					60	2,53	-9
11					80	2,11	-9

Fuente: Gruschka (2003).

en consideración los distintos acuerdos de transición (por ejemplo, valoración de los bonos de reconocimiento) resulta claro que las comparaciones entre países de estos costos son extremadamente tenues. También demuestra que los costos son una función de las elecciones de diseño así como de acuerdos institucionales que puedan afectar las tasas de seguros de invalidez.

Además de comparar los sistemas es necesario realizar análisis adicionales con el fin de evaluar el grado de competitividad de este mercado. Es claro, por ejemplo, que existe una tendencia entre las administradoras de fondos de pensiones a adquirir cobertura de seguros de empresas relacionadas⁵¹. La pregunta es hasta qué punto esto disminuye la competencia y permite a las AFP y a empresas de seguros relacionadas involucrarse en arbitraje tributario u otras prácticas indeseables.

3.2.6. Garantías

Existen cuatro tipos de garantías en el esquema financiado que dan como resultado una responsabilidad por contingencias para el sis-

⁵¹ Ver Palacios y Rofman (2000).

tema de pensiones financiado⁵². Los primeros dos se refieren a la etapa de acumulación en tanto que los últimos dos se aplican durante la etapa de pago. Estos son:

- Garantías absolutas sobre los retornos
- Garantías relativas sobre la tasa de retornos (en base a práctica del sector y *benchmark*)
- Garantía de pago de beneficios
- Garantías de pago de pensión mínima

El Cuadro N° 9 muestra que solamente dos países usan la garantía absoluta sobre los retornos y que esta se aplica solamente al caso de las administradoras de fondos de pensiones estatales. Aunque el retorno real que se garantiza es relativamente bajo, dos por ciento, aun así introduce una distorsión adicional en el mercado, dado que los proveedores privados no tienen necesidad de dar esta garantía. Por el contrario, tasas relativas sobre las tasas de retornos se aplican en todos los países examinados con la excepción de Bolivia, Costa Rica y México. La intención de este tipo de garantía es limitar la variabilidad de los resultados debido a casos extremos de mal desempeño por parte de los proveedores. En el largo plazo, también sirve para limitar la variabilidad entre categorías de trabajadores, distribuyendo efectivamente los ingresos en el tiempo. Estas garantías por lo general se hacen efectivas como resultado de un mal desempeño substancial de un fondo de pensiones en relación con el desempeño del sector en general y se financia mediante reservas especiales, con el Estado como garante de última instancia en el caso de una falla⁵³. Algunos analistas han manifestado su preocupación en el sentido de que esto pueda conducir a un ‘comportamiento de manada’ a través de la penalización de administradoras individuales que se desvíen del portafolio promedio. En la medida que tal comportamiento de manada se produzca, será mayor el angostamiento de la banda de garantía⁵⁴.

⁵² Heller (1999) argumenta que existen garantías implícitas inherentes adicionales a estas garantías explícitas. De hecho, un criterio para el GPM sería el proporcionar el equivalente de un depósito de garantía para el sistema bancario con el fin de evitar el tipo de responsabilidad abierta a que se refiere Heller.

⁵³ En Colombia, se recurre a un fondo de seguros para el sector financiero en el caso de que se agoten las reservas del administrador.

⁵⁴ Para una comparación de las bandas de retorno relativas, véase Devesa-Carpio y Vidal Melia (2002), Tabla XIX.

Cuadro N° 9
GARANTÍAS EN ESQUEMAS FINANCIADOS

	Garantía absoluta de tasa de retorno	Garantía relativa de tasa de retorno	Garantías de pago de prestaciones	Garantía de pensiones mínimas
Argentina	X	X	X	
Bolivia				
Colombia		X		X
Chile		X	X	X
Costa Rica				
República Dominicana		X		X
Ecuador				
El Salvador		X		X
México				X
Nicaragua		X		X
Perú		X	X	
Uruguay	X			

Fuente: Legislación de los países, estudio FIAP.

Finalmente, existen garantías al pago de beneficios en varios países, las cuales pasarán a ser más importantes en el futuro, especialmente en países en los que los proveedores de rentas vitalicias encuentran difícil igualar las obligaciones reajustables de largo plazo con los activos apropiados.

La más importante de las cuatro garantías del esquema financiado, tanto en términos de sus consecuencias sociales directas como sus consecuencias fiscales, es la garantía de pensión mínima (GPM). El Cuadro N° 10 indica que las garantías de pensión mínima se aplican en todos los países que no tienen un componente residual de beneficio definido público, con la sola excepción de Perú. El valor de la garantía difiere entre los distintos países por distintas razones. Las más importantes en términos de diseño⁵⁵ son (i) la

⁵⁵ Obviamente la distribución de salarios y el promedio de años transcurridos en el sector formal conducirá a distintos costos, pero estos son exógenos al sistema de pensiones y cambian con el tiempo.

razón pensión mínima/salario promedio cubierto, (ii) las condiciones de acceso o normas de aplicación y (iii) el monto de la contribución a la cuenta de capitalización individual. En el Cuadro N° 10, aparecen estos tres indicadores para los seis países que tienen GPM (sombreados) junto con el método para fijar el nivel del mínimo en los casos que sea relevante.

Cuadro N° 10
NORMAS QUE RIGEN LA GARANTÍA DE PENSIÓN MÍNIMA

	Razón GPM/ salario promedio cubierto	Ancla o método de cálculo para el nivel de la GPM	Regla de elegibilidad o inversión	Contribución a la cuenta individual
	Porcentaje		Años	Porcentaje
Argentina	28 reparto	n.d.	30	7,7
Bolivia	(Bonosol)	n.d.	n.d.	10,0
Colombia	50	Sueldo mínimo	25	10 (12) ⁵
Chile	25	Discrecional	20 ¹	10,0
Costa Rica	20 reparto	n.d.	n.a.	4,25
República Dominicana	41	Sueldo mínimo	30 ²	8,0
Ecuador	n.d.	n.d.	n.d.	Variable
El Salvador	32	Discrecional	30 (25) ³	10
México	23	Sueldo mínimo real 1997	24 ⁴	7-12
Nicaragua	¿	Pensión mínima real	25 ¹	7,5
Perú	Ninguno	Ninguno	n.d.	8,0
Uruguay	20 reparto	n.d.	n.d.	Variable

Fuente: Devesa-Carpio y Vidal Melia (2002); Palacios y Rofman (2000), Estudio FIAP.

¹ 65 para hombres, 60 para mujeres; ² Edad 60; ³ 25 años para hombres a la edad de 60, mujeres a la edad de 55; ⁴ Edad 62; ⁵ Aumenta a 12 en 2008.

El Cuadro ilustra el punto explicado anteriormente en el sentido de que la redistribución es perfectamente factible en un sistema financiado. De hecho, niveles de pensiones mínimas son muchas veces más altos que sus equivalentes en el esquema de reparto. Aunque no existe un esquema GPM en Bolivia, en principio el beneficio universal de suma alzada ofrece una cierta red de seguridad. A este respecto, Perú se destaca debido a la falta de cualquier garantía de pensión mínima⁵⁶. Asimismo destaca las diferencias en la relación

⁵⁶ La garantía existente se aplica solamente a trabajadores de mayor edad.

entre las tasas de contribución y los niveles de GPM. En aquellos casos en que la GPM es alta en relación con la tasa de contribución como es el caso en República Dominicana, una alta proporción de trabajadores recibirá la GPM.

Una falla importante en el diseño del sistema de GPM es el método mediante el cual se determina el nivel de dicha Pensión Mínima⁵⁷. En la mayoría de los casos, este es discrecional o vinculado al salario mínimo, que también es discrecional. En México y efectivamente en Nicaragua se ha fijado en términos reales. El primer método da como resultado un aumento en la incertidumbre tanto respecto al tamaño de la obligación por reparto como el resultado de redistribución *ex post*. Si se vincula la pensión mínima al salario mínimo, por ejemplo, grupos de trabajadores que jubilen en distintos períodos recibirán arbitrariamente subsidios distintos, porque el salario mínimo puede variar significativamente de un tiempo a otro. Asimismo, en un año dado, el salario mínimo puede guardar poca relación con las mediciones oficiales del umbral de pobreza y de hecho, la relación entre salario mínimo y umbral de pobreza varía grandemente entre los distintos países (como se ilustra en el Cuadro N° 21 del Anexo).

Una mejor ancla para la GPM reflejaría los objetivos de pobreza absoluta o relativa del sistema. Por ejemplo, el objetivo podría fijarse en términos de una canasta de subsistencia o un estándar relativo de pobreza, como por ejemplo una cierta proporción del ingreso mínimo per cápita. Es importante que los objetivos de la GPM puedan explicitarse, especialmente cuando sea financiada por el gobierno central en competencia con otros programas que abordan la pobreza y que no están restringidos a la fuerza laboral formal.

Otra alternativa al ancla del salario mínimo sería una tasa de salario promedio cubierto por el esquema. Esto combina el objetivo de hacer la política de redistribución menos arbitraria y además vincula la pensión mínima al crecimiento de los ingresos por sobre el salario mínimo. Esto permitiría realizar cálculos más precisos para ver (i) qué tan altos era el subsidio y (ii) qué porcentaje de obreros

⁵⁷ Otro problema es uno compartido por las pensiones mínimas PAYG, es decir, las normas de 'protección contra demandas masivas súbitas' en que se devengan beneficios completos súbitamente. Esto puede dar como resultado incentivos perversos y redistribución. Este problema puede rectificarse hasta cierto punto a través de una división a pro rata del valor de la pensión mínima en ambos casos.

eventualmente dependerá de las GPM. Esto contribuirá a clarificar que cuando las tasas de cargos a cuentas individuales y otros parámetros no son coherentes con el nivel de la GPM, el sistema no funcionará como se desea. Si la GPM es muy alta y no es sustentable, o con el fin de evitar distorsiones en el mercado laboral, puede ser necesario hacer cambios difíciles. Si la GPM es demasiado baja y gradualmente cesa de cumplir su función de redistribución, como puede ser el caso cuando se ancla únicamente a la inflación, puede haber presión para elevarla súbitamente.

3.3. Convenios institucionales

La Sección 3.2 trataba de las normas para las fases de acumulación y pago. Dichas normas las acatan, implementan y hacen exigibles cinco actores diferentes: los afiliados, el recolector de las contribuciones, las administradoras de fondos de pensiones, los proveedores de rentas vitalicias y los supervisores. Los convenios institucionales que delimitan el accionar de cada uno de estos actores difieren de un país a otro y constituyen importantes factores en la determinación del desempeño del sistema.

La totalidad de las reformas a los sistemas de pensiones en América Latina se basan en planes individuales o personales en oposición a planes ocupacionales⁵⁸. También tienen en común una dependencia de proveedores especializados o de giro único. La diferencia más importante dice relación con la manera en que se cobran las contribuciones y las características ocupacionales de la supervisión. Otro aspecto significativo en la determinación del rol del Estado en el sistema es la asignación de responsabilidad institucional por invalidez en el sector público en algunos países y la presencia de administradoras de fondos de pensiones estatales. El Cuadro N° 11 destaca algunas de estas diferencias.

3.3.1. Cobro de contribuciones

A grandes rasgos, existen tres opciones para organizar el flujo de información y fondos de los nuevos esquemas para el pago de pen-

⁵⁸ Los sistemas privados obligatorios en Suiza y Hong Kong se basan en mandatos al empleador y los esquemas ocupacionales juegan un rol importante en Australia y el Reino Unido. Costa Rica es el único país de América Latina con una cobertura de pensiones privada obligatoria que permite fondos grupales cerrados y estos son muy limitados. Los fondos ocupacionales voluntarios son muy importantes en Brasil.

Cuadro N° 11
COMPARACIÓN DE CONVENIOS INSTITUCIONALES

	Colección centralizada	Administradora estatal	Invalidez solo en sistema de reparto	Supervisor especializado
Argentina	X	X		X
Bolivia				
Colombia				
Chile				X
Costa Rica	X	X	X	X
República Dominicana	X ²	X		X
Ecuador	X		X	
El Salvador				X
México	X ¹	X	X	X
Nicaragua	X			X
Perú				
Uruguay	X	X		

Fuente: Fuentes de los países y estudio FIAP.

¹ Propiedad privada de la industria 2. sociedad pública / privada según funciones.

siones. El modelo descentralizado requiere que los empleadores proporcionen información y paguen contribuciones por cuenta de sus trabajadores directamente a los proveedores especializados. El modelo centralizado puede depender en una entidad pública (Costa Rica) o privada (México), para la recolección y mantenimiento de registros. Una cuarta variante, exclusiva de la República Dominicana, es dividir las funciones de registro, cobro, mantenimiento de registros, etc., entre el sector público y el sector privado.

Siete de los doce países han optado por un sistema de cobro centralizado. Esta decisión muchas veces se basa en el argumento de que las economías de escala resultantes ayudarán a disminuir el costo del sistema en general. A la fecha, sin embargo, no sabemos de ningún estudio que haya documentado estos ahorros o haya comparado mediciones de desempeño. Esta es una área que amerita una mayor investigación tanto de los costos y beneficios del cobro centralizado así como el posible uso de nueva tecnología, incluyendo a Internet.

Dos de los países –Costa Rica y Uruguay– siguen cobrando las contribuciones a través del antiguo sistema de pensiones y esto se planea hacer en Nicaragua. Esto puede parecer natural en el sentido que el CCSS y BPS continúan jugando un rol en la provisión de pensiones y deben recolectar las contribuciones de todos los miembros del sistema financiado en cualquier caso. Por otro lado, los problemas de poner en marcha un sistema nuevo y sin probar son exacerbados en algunos países por el penoso estado de las bases de datos y las tecnologías de información existentes en el viejo sistema. Por ejemplo, el nuevo sistema de cobro y registros de Costa Rica ha sido objeto de muchas críticas luego de graves problemas de implementación⁵⁹.

Una alternativa al monopolio público se adoptó en México. Bajo este modelo, las administradoras de los fondos de pensiones son accionistas en una agencia centralizada establecida como una empresa sin fines de lucro destinada a manejar el cobro de las contribuciones. En República Dominicana se está probando una solución híbrida que involucra una sociedad entre el sector público y el sector privado para cuando el sistema se ponga en marcha en el 2003.

Un eficiente y oportuno cobro de las contribuciones es un factor crucial para cualquier sistema de pensiones, pero puede constituir un desafío aún mayor para esquemas de contribuciones definidas descentralizados. Existe poca investigación comparando las ventajas y desventajas de las opciones disponibles e incluso menos basada en análisis empíricos. No resulta sorprendente que los resultados sean más intimidantes cuando el sistema se pone en marcha por primera vez. Los meses iniciales por lo general se han caracterizado por la confusión y por contribuciones que no pueden ingresarse a las cuentas. Esto ha dado lugar al fenómeno de los ‘rezagos’ que puede representar varios puntos porcentuales de activos en el sistema⁶⁰.

3.3.2. Seguro de invalidez y sobrevivencia

En tres de los doce países, el seguro de invalidez sigue siendo proporcionado por el sistema público de reparto. En Ecuador y

⁵⁹ Basado en entrevistas con autoridades y representantes de la industria en 2003.

⁶⁰ Muchos sistemas en América Latina han informado de balances no reclamados conocidos como ‘rezagos’ debido a estos problemas de puesta en marcha. En Polonia, en donde la antigua institución previsional se utilizó para el cobro de contribuciones, menos del 5% de estas fueron contabilizadas durante los primeros seis meses.

Costa Rica esto se relaciona con la presencia de un esquema residual importante y una contribución correspondientemente baja a la cuenta individual. En México, sin embargo, la prima de invalidez es la única parte del esquema de reemplazo-utilidades que no ha sido privatizado. La prima que se cobra es significativamente más alta que la que se puede encontrar en otros países a pesar de los niveles de beneficios más bajos (ver Sección 3.2.4). No existe una lógica evidente para esto.

Gruschka (2003) describe los convenios institucionales para la determinación del acceso en los países de América Latina (véase Anexo, Cuadro N° A.7). Los modelos alternativos de organización se utilizan para calificar la invalidez. Cita los siguientes posibles convenios.

- Comisiones médicas independientes (como en Argentina, Chile y Colombia)
- Compañías de seguros de vida (como en Bolivia)
- Compañías administradoras de fondos de pensiones (como en Perú)
- Agencia de Seguro Social Preexistente (como en México y Uruguay)
- Agencia de Supervisión de Fondos de Pensiones (en alguna medida en Argentina)
- Otra agencia pública (no se informa de ningún caso)

Examinando los distintos enfoques, Gruschka indica que existen inevitablemente conflictos de incentivos en cada uno. Por ejemplo, los aseguradores y administradoras de fondos de pensiones están interesados en disminuir las tasas de invalidez, en tanto que las agencias públicas, sin un interés económico en juego, pueden ser demasiado blandas. Históricamente, ha habido además evidencia del uso de los beneficios de invalidez como sustituto de seguro de desempleo o jubilación. El caso más notable entre los países que han reformado su sistema de pensiones en este aspecto es Costa Rica⁶¹.

Las excesivas tasas que se pagan en Costa Rica, en donde las pensiones están aún determinadas por la agencia pública, se destacan en el Gráfico N° 8. En México, donde la agencia pública también determina si se califica o no para los beneficios de invalidez, las tasas de invalidez son también relativamente altas, cuando se

⁶¹ Véase World Bank (2000).

toma en consideración la joven estructura de la población. Esto puede deberse al hecho de que se incluyó a los trabajadores de más edad en la reforma. Sin embargo, en El Salvador y Bolivia, en donde las AFP y las aseguradoras determinan este acceso, las tasas de invalidez tienen tasas mucho menores. Más del 90 por ciento de los trabajadores en El Salvador están en el nuevo esquema y todos los trabajadores de Bolivia fueron transferidos. Existe evidencia preliminar que los monopolios públicos otorgan el acceso con más frecuencia que otros mecanismos.

El sistema de la determinación de la elegibilidad para el acceso a los beneficios de invalidez afecta la tasa de invalidez, la cual, junto con los factores descritos en el Cuadro N° 8, afectan a su vez la prima de seguros. Este aspecto del diseño del sistema ha recibido relativamente poca atención en la literatura disponible, pese a ser un importante componente de la comisión total que se deduce conjuntamente con los cargos administrativos. Debe darse más atención a la racionalización de este elemento de los nuevos sistemas. Costa Rica y México, donde los monopolios públicos pueden vincularse a tasas y cargos más altos debido a la continuación de su dependencia en los monopolios públicos (el CCSS e IMSS respectivamente), parecen ser candidatos para reformas de segunda ronda. El caso de Costa Rica sería más complicado, dado el hecho de que la única compañía de seguros es de propiedad estatal⁶². En México existe poca lógica en mantener la parte de seguros en el sector público y esto ha sido objeto de comentarios desde la entrada en vigencia de la reforma legislativa original⁶³.

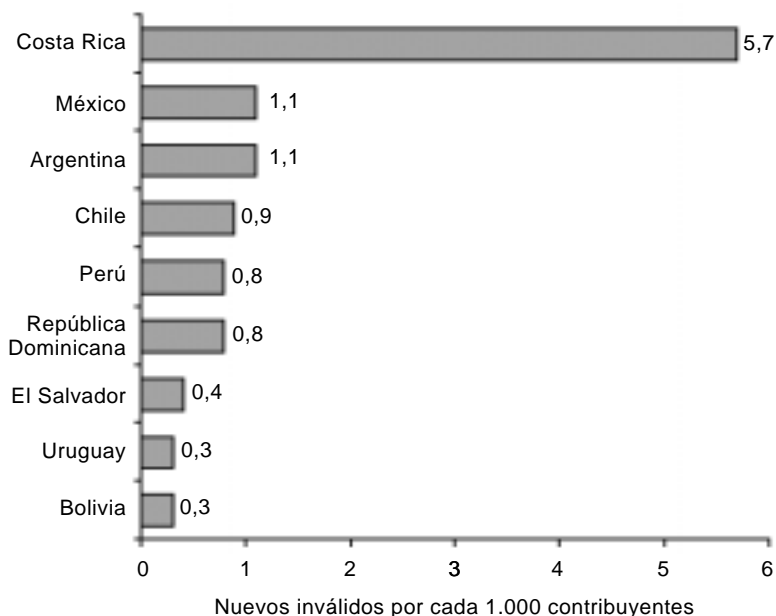
3.3.3. Supervisión

Los convenios de cobro y mantenimiento de registros así como la determinación del acceso a los beneficios por invalidez por parte de los sectores público *versus* privado tienen resultados medibles y deben ser objeto de estudios independientes con el

⁶² En República Dominicana, por ejemplo, un límite del uno por ciento sobre la prima de seguro no se consideró suficiente como para atraer la participación de aseguradores privados. Como resultado, se introdujo una solución de compromiso basada en cálculos ad hoc que dio como resultado beneficios más bajos de lo que había previsto la ley. Ver Palacios (2003).

⁶³ Véase Solis-Soberron.

Gráfico N° 8
NUEVAS PENSIONES DE INVALIDEZ POR CADA MIL
CONTRIBUYENTES EN PAÍSES SELECCIONADOS
DE AMÉRICA LATINA, 2000-2002



Fuente: Gruschka (2003) y Pérez-Montas (2003).

fin de cuantificar las concesiones recíprocas involucradas. En ambos casos parece haber un rol para el sector privado. Esto no es el caso con la supervisión, en donde se necesita una clara presencia del sector público y los resultados son más difíciles de medir. El diseño de las opciones incluye la determinación de si el supervisor será especializado, los recursos asignados a la función, la fuente de su financiamiento y de qué manera se nombra y remueve al supervisor.

Siete de los doce países han instaurado supervisores especializados para el nuevo sistema de pensiones⁶⁴. Tres países –Colombia,

⁶⁴ Por contraste, una encuesta reciente en los países OCDE demuestra que los supervisores especializados de pensiones son menos frecuentes que el modelo integrado o parcialmente integrado. Véase OCDE (2003) Cuadro 1.

Ecuador y Uruguay— han creado departamentos específicos dentro de sus Bancos Centrales para este propósito, en tanto que Perú lo incluye dentro del Supervisor de Bancos y Compañías de Seguros. El supervisor boliviano cubre valores, seguros y pensiones. El criterio para la instauración de un supervisor especializado se basa en tres principios clave. En primer lugar, los nuevos sistemas de pensiones privados son únicos en el sentido de que los trabajadores deben confiar sus ahorros a firmas financieras privadas. En segundo lugar, el hecho de que estos ahorros sean de largo plazo requiere una diferente perspectiva de lo que es por lo general el caso para la reglamentación del funcionamiento diario en otros sectores como el bancario. Finalmente, la dependencia de proveedores especializados distintos de otras entidades financieras y que tienen estándares muy específicos puede requerir de un regulador especializado.

Existen tres potenciales desventajas, sin embargo. En primer lugar, en la medida que existan significativos costos fijos involucrados, contar con múltiples supervisores podría resultar más oneroso. En segundo lugar puede haber una baja disponibilidad de capital humano para ocupar los cargos clave en múltiples agencias reguladoras. (No obstante, esto da por sentado que el personal de supervisión no se ha utilizado por completo). En tercer lugar, el hecho de haber reguladores separados puede causar problemas de coordinación. Los defensores del sistema del regulador especializado sugieren que estas preocupaciones han sido exageradas y que existen beneficios adicionales, incluyendo la difusión del poder regulador y la capacidad de un supervisor de fondos de pensiones de evitar conflictos de interés que pudieran surgir. Un ejemplo que se cita es cuando consideraciones de corto plazo, que afectan la solvencia de los bancos y compañías de seguros, entran en conflicto con los objetivos de largo plazo del sistema de pensiones⁶⁵.

Finalmente, lo que no aparece en la tabla es el grado de independencia del supervisor de los fondos de pensiones, otro elemento crítico en el diseño institucional. El proceso de nominar, seleccionar y remover al Superintendente y la independencia financiera del regulador frente al presupuesto central probablemente determinarán si acaso la mejor estructura reguladora tiene éxito en su aplicación. La necesidad de contar con un supervisor independiente y

⁶⁵ Véanse, por ejemplo, Demarco y Rofman (1998) y Ariztía (2002).

calificado se tornará aún más importante a medida que los activos de los fondos de pensiones crezcan de manera exponencial en el curso del tiempo⁶⁶. En la actualidad, muchos de los supervisores deben sus puestos a los ejecutivos.

3.3.4. Administradoras de fondos de pensiones estatales

La legislación que estableció el sistema de pensiones chileno expresamente prohibió la participación de administradoras de fondos de pensiones estatales. Esta restricción apuntaba a disminuir el potencial para una intervención gubernamental en el mercado a través de garantías implícitas u otras ventajas competitivas especiales. Además, es más probable que la interferencia en las decisiones de inversión constituya un problema cuando la institución que maneja los fondos es pública.

A pesar de estas preocupaciones, cinco de los doce países han permitido la participación de compañías estatales en competencia con el nuevo sector privado de administración de fondos de pensiones. En dos de estos países, México y Costa Rica, la institución de pensiones públicas ha ingresado al mercado, pero no ha tenido éxito en atraer miembros. Por el contrario, las administradoras de fondos de pensiones privadas de Argentina, Costa Rica y Uruguay son actores de primera línea en el mercado. Una situación similar está emergiendo en República Dominicana, a medida que el sistema entra en funcionamiento en 2003.

Una característica idiosincrásica relacionada en México es la subcuenta habitacional. Aproximadamente un tercio de la contribución a la cuenta individual se deposita en una subcuenta habitacional que no es administrada por la administradora de fondos de pensiones privada. En lugar de eso, la administra INFONAVIT, una institución pública que opera bajo normas totalmente distintas. No parece haber un criterio claro para esta anomalía y los expertos mexicanos han recomendado durante varios años que el diseño se modifique⁶⁷.

⁶⁶ En este sentido, es relevante la experiencia del manejo de los fondos de pensiones públicos. Recientemente se han establecido convenios de gobierno para proteger a los que tienen la responsabilidad de invertir las reservas de fondos de pensiones públicos. Véase Palacios (2002).

⁶⁷ Sales y Solis (1998).

3.4. Resumen y conclusiones respecto del diseño del sistema

Esta sección se ha enfocado en las características de diseño de doce reformas al sistema de pensiones en América Latina. Bajo este encabezamiento general hemos examinado tres aspectos del diseño del sistema: la regulación de los programas de beneficios implícitos en las etapas de acumulación y pago, y los convenios institucionales.

En cada caso hubo muchos elementos en común. La influencia del diseño original chileno es evidente en la proliferación de ciertas características tales como las garantías de retornos relativos, opciones de retiros programados, empresas y supervisores especializados y garantías de pensiones mínimas, solo por nombrar algunos. Existen, además, claros ejemplos de influencias bilaterales, tales como la adopción por parte del Ecuador de la contribución basada en el ingreso, originalmente introducida en Uruguay o la creciente popularidad del modelo de cobros centralizados. Existen muchas diferencias, sin embargo. México se destaca por haber dejado de lado la garantía relativa de tasa de retornos, introduciendo una contribución del Estado a la cuenta individual y permitiendo estructuras de cobros más flexibles. Su innovador sistema de cobros es único, aunque la República Dominicana lo ha emulado parcialmente. Por último, su regulación basada en el riesgo de las inversiones puede presentar un desafío para los límites basados en las categorías de activos.

El análisis de los programas de beneficios implícitos en la subsección 3.1 reveló una amplia dispersión en el tamaño del mandato. Esto puede ser un reflejo de la manera como la sociedad ve el rol del gobierno en la provisión de pensiones en cada país. Pese a esto, el nivel de tasas de reemplazo generales puede afectar la probabilidad de que el esquema tenga éxito en el largo plazo en al menos dos maneras importantes:

En primer lugar, mientras más altas sean las metas de tasas de reemplazo, menos importante será el rol de las pensiones privadas voluntarias. Esto eliminaría una importante fuente potencial de competencia para los proveedores especializados en el esquema obligatorio y concentraría los ahorros de largo plazo del país en un número menor de empresas. En segundo lugar, objetivos de beneficios altos implican asimismo una alta tasa de ahorro forzado, cobro de impuestos o ambos. Esto solamente se agregará a la lista de incentivos para que los pequeños empleadores permanezcan o

pasen a formar parte del sector informal. Aunque este efecto puede ser marginal, trabaja en contra de los objetivos sociales y financieros del sistema.

La mezcla de previsión pública y privada demostró variar significativamente en los distintos países debido a la presencia residual de esquemas de reparto y garantías de pensión mínima. Los trabajadores en países que continúan dependiendo de promesas de pensiones públicas de BD están más expuestos a riesgos de políticas y menos expuestos a riesgos de inversión. No resulta claro que el equilibrio en varios países sea óptimo para los trabajadores. En Perú, por ejemplo, no existe un elemento público de BD para aquellos con cuentas individuales, en tanto que en Costa Rica el sistema privado de CD genera solamente una fracción de las pensiones y la mayor parte del riesgo está relacionado con la sustentabilidad del antiguo sistema de reparto.

Por último, y relacionado con este equilibrio, las razones de financiamiento –los activos que están siendo acumulados en relación con los pasivos acumulados– parecen abarcar un amplio espectro en los doce países. En algunos de los países en que se ha privatizado completamente el sistema, las garantías de pensiones mínimas colocadas a niveles altos y discrecionales representan un nuevo tipo de pasivo por reparto que podría socavar las finanzas de la reforma.

La Subsección 3.2 encontró que algunos reglamentos podrían tener un efecto negativo sobre el sistema, especialmente si no evolucionaron a medida que los activos del sistema crecen con el tiempo. Los límites a los portafolios de inversiones fijados sin consideración a los límites de los mercados de capitales locales o con vista al financiamiento de déficit gubernamentales o proyectos favoritos (como el rubro habitacional) representan una grave amenaza para el desempeño en el largo plazo. Políticas restrictivas con respecto a la inversión extranjera agravan el problema y disminuyen los retornos ajustados conforme al riesgo para los trabajadores. Imponer topes a los cargos probablemente no constituya la mejor solución, ya que esto tendrá el efecto ya sea de legitimar cargos que son demasiado altos o incrementar la concentración del mercado cuando son demasiado bajos. Descuentos de grupo u otro tipo, bajas barreras para el ingreso de participantes, una mayor flexibilidad para la diferenciación de productos y servicios y un consumidor más educado son alternativas que requieren mucho mayor re-

flexión y esfuerzo que la colocación de topes y restricciones a las transferencias entre fondos. Pero el enfoque de competitividad crea menos distorsiones.

La misma sección indicó que la etapa de pago es la menos desarrollada desde una perspectiva reguladora. En varios países los trabajadores están acumulando ahorros que en principio podrían traducirse en rentas vitalicias, pero las bases técnicas para la regulación de los productos no están aún disponibles. Hay espacio para mayores mejoras en estas normativas en aquellas naciones en las que el mercado ya está operando. Por ejemplo, algunos países pueden estar forzando un nivel demasiado alto de contratación de rentas vitalicias, dados ciertos objetivos de políticas públicas.

En la Sección 3.3 se sugiere que existe una necesidad de entender en su totalidad las compensaciones recíprocas que se producen entre los distintos enfoques para el cobro de contribuciones. Aunque pueden haber ventajas desde el punto de vista de los costos en un sistema centralizado de cobros, no resulta claro si un monopolio público puede hacerse cargo de la tarea por algunas de las mismas razones por las cuales el manejo de los activos se deja al sector privado. Al igual que en la certificación de la invalidez, parece posible y digna de consideración una sociedad pública-privada. Por el contrario, la supervisión debe descansar en una autoridad pública con un cierto grado de independencia. Aunque el desempeño de la supervisión resulta más difícil de medir, las ventajas de los supervisores especializados con respecto a potenciales conflictos de interés parecen ser mayores que las desventajas. Finalmente, no hubo razones de peso para mantener las administradoras de fondos de pensiones estatales, con sus garantías explícitas e implícitas, en competencia con los participantes privados.

Existe evidencia de que muchas de estas conclusiones son compartidas por quienes hacen las políticas y que el actual diseño del sistema está evolucionando. El debate público que está por comenzar acerca del tamaño y sustentabilidad (leer *mezcla de financiamiento*) del esquema residual de reparto de BD en Costa Rica es un ejemplo. Cambios tendientes al incremento de los límites de inversión apuntan por lo general en la dirección correcta, como es el caso de los recientes esfuerzos para aumentar la inversión extranjera en Costa Rica y México. El uso de supervisores especializados seguirá siendo el enfoque preferido.

Por otro lado, ha habido varios ejemplos recientes de decisiones que van en la dirección opuesta. El nuevo sistema en la República Dominicana tiene una garantía de pensión mínima vinculada al salario mínimo, coloca un tope a las comisiones y, algo único en el sistema, especifica la prima para el seguro de invalidez y sobrevivencia así como las condiciones que determinan el acceso y beneficios. Intentos por introducir el equivalente de mandatos de inversión social han tenido un éxito parcial en Costa Rica y El Salvador. Bolivia ha fusionado el fondo colectivo con las cuentas individuales sin valorizar las acciones en las firmas capitalizadas a valores de mercados, lo cual viola un importante principio de transparencia.

Ninguno de estos ejemplos niega los puntos fuertes del modelo mismo. El sistema financiado tiene más probabilidades de llevar a pensiones seguros a través de inversiones más altas y crecimiento. La administración privada y competitiva de fondos en esquemas de contribuciones definidas protegidos por derechos de propiedad tiene aún una mayor probabilidad de asignar estos ahorros de manera efectiva. La diversificación de fuentes de fondos de retiro entre retornos al trabajo y capital sigue siendo beneficiosa para los trabajadores. Sin embargo, tanto en el diseño como en la implementación, estas ventajas pueden debilitarse paulatinamente. La Sección 4 documenta la experiencia hasta el momento.

4. COMPARACIÓN DE LA EXPERIENCIA INICIAL DE LOS NUEVOS SISTEMAS DE PENSIONES

Enfocar el diseño de los sistemas puede resultar valioso en la medida que mediciones reales del desempeño ocultan defectos subyacentes que surgen solamente cuando el sistema madura o sugieren un desempeño pobre debido a factores exógenos. Esto es especialmente cierto cuando existe la tentación de apresurarse a emitir un juicio concerniente a un cambio contencioso de un modelo que ha operado por largo tiempo. Pero es poco probable que las breves experiencias en reformas a sistemas de pensiones existentes, al igual que unos pocos años de observaciones climáticas, vayan a decirnos mucho acerca del tipo de pensiones que recibirán los trabajadores de hoy treinta años en el futuro, cuando jubile la primera generación en haber participado en el sistema durante toda su vida laboral.

A nuestro modo de ver, los nuevos sistemas de pensiones no han funcionado durante el tiempo suficiente como para hacer posible

llegar a alguna conclusión definitiva. Esto es verdad incluso en el caso de Chile, aunque en este caso existe creciente evidencia del éxito de ciertas medidas basada en veintidós años de observaciones disponibles respecto a este caso. Pese a esto, en el curso del largo trayecto de maduración del esquema es útil reflexionar cada cierto tiempo acerca de la dirección hacia la que las cosas parecen dirigirse, haciendo las correcciones sobre la marcha. La siguiente sección es una reflexión sobre la experiencia hasta el 2002, con 55 observaciones país-año.

4.1. Cobertura de los nuevos esquemas y grupos exentos

En principio no hay ninguna razón para no aplicar el nuevo sistema a todos los trabajadores (o al menos a todos aquellos que ingresan por primera vez al mercado laboral). La aplicación del nuevo sistema se considera aquí como un problema de implementación antes que un tema relacionado con el diseño de políticas.

No obstante lo anterior, en ningún país se aplicó a la totalidad de los trabajadores los sistemas reformados descritos en la Sección 3. Para empezar, la cobertura fue siempre parcial antes de la reforma, debido a la prevalencia de la actividad económica del sector informal. La relación al nivel internacional entre cobertura y nivel de ingresos ha sido documentada en otros lados y un patrón similar se observa en el caso de Latinoamérica⁶⁸.

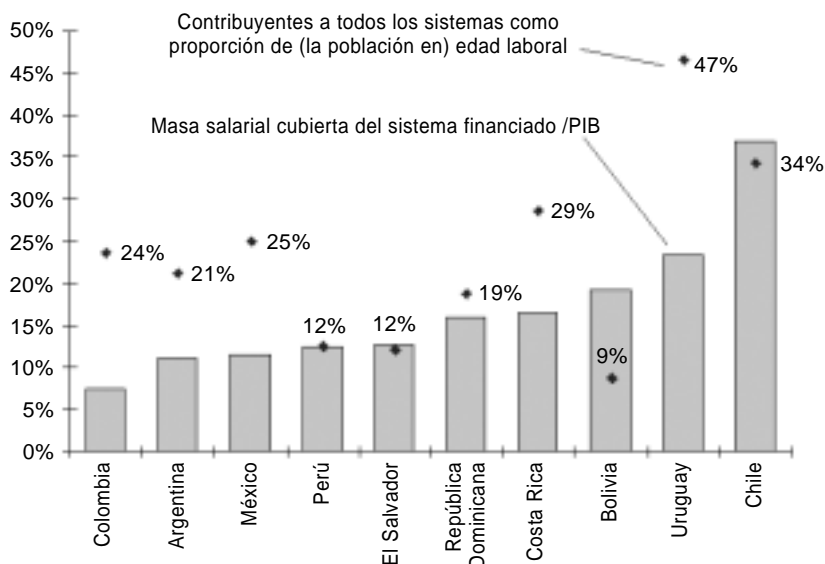
Entre los doce países en que se aplicó una reforma previsional, la cobertura, definida como la proporción de la población en edad laboral cubierta por cualquier tipo de esquema de pago de pensiones, varía entre un nueve por ciento en Bolivia y 47 por ciento en Uruguay, como lo demuestra el Gráfico N° 9⁶⁹. Los puntos aparecen yuxtapuestos a barras que representan estimaciones de la proporción del PIB representadas por las masas salariales cubiertas por los esquemas capitalizados. El hecho de que los dos indicadores tengan un tenue vínculo entre los países es principalmente una función de tres factores-arreglos transitorios, esquemas paralelos y

⁶⁸ Véase Palacios y Pallares-Miralles (2000).

⁶⁹ Estas cifras son inferiores a aquellas que por lo general se presentan utilizando la población económicamente activa (PEA). Los indicadores demográficos evitan problemas de medición y definición, pero no clarifican qué proporción del universo posible de contribuyentes cubre el esquema.

diferentes topes máximos⁷⁰. El primer factor desaparecerá en el largo plazo, en tanto que la existencia de esquemas paralelos requiere cambios legislativos de importancia. Es importante destacar que en Chile las cifras de masas salariales cubiertas sobrepasan lejos a las de los demás países examinados, debido a la ausencia de esquemas paralelos y el hecho de que ya ha transcurrido gran parte de su período de transición.

Gráfico N° 9
CONTRIBUYENTES EXPRESADOS COMO UNA PROPORCIÓN
DE LA POBLACIÓN EN EDAD LABORAL Y LA MASA
SALARIAL CUBIERTA COMO UNA PROPORCIÓN DEL PIB



Fuente: Cálculos del autor basados en fuentes de cada país y encuesta FIAP.

Aun entre los trabajadores del sector formal no todos fueron obligados a unirse al nuevo sistema de pensiones. Para comenzar, hubo acuerdos de transición en muchos países que permitieron a aquellos que ya contribuían al viejo sistema continuar haciéndolo. Esta posibilidad de cambio voluntario se aplicó en mayor o menor

⁷⁰ Otros factores incluyen tasas diferenciales de subdeclaración acerca de los salarios de los trabajadores cubiertos y el nivel relativo de ingresos de los trabajadores cubiertos frente a aquellos exentos del sistema en cada país.

medida en Argentina, Colombia, Chile, República Dominicana, El Salvador, Perú, y Uruguay, con diferentes normas e iniciativas⁷¹. A medida que estos esquemas maduren, la mayoría verá aumentos sostenidos en la proporción de masa salarial cubierta, aun en el caso en que la cobertura no varíe significativamente.

Otra razón de que la relación entre la masa salarial cubierta y la tasa de cobertura no sea similar de un país a otro, es que varios países han eximido en forma indefinida a ciertos trabajadores del sector formal. Estas exclusiones adoptan diversas formas-esquemas de beneficios definidos paralelos, exenciones para empleados públicos y otras exenciones grupales o basadas en sus ingresos. Los tipos de exenciones por país aparecen en el Cuadro N° 12⁷². En el caso de México, al eximir del esquema a los trabajadores estatales y federales así como a la industria del petróleo, casi 15 por ciento de la fuerza laboral no tiene la obligación de participar en el nuevo sistema. Esto puede cambiar, sin embargo, a medida que el gobierno estudie una legislación tendiente a armonizar los esquemas de exenciones e integrar a los trabajadores federales al nuevo sistema.

Cuadro N° 12
EXCLUSIONES DEL NUEVO SISTEMA

	Sistema de reparto paralelo de beneficio definido	Exención de funcionarios públicos	Exención de otros grupos	Exención en base de ingresos
Argentina	X		X	
Bolivia				
Colombia	X		X	
Chile				
Costa Rica			X	
República Dominicana				
Ecuador				X
El Salvador				
México		X	X	
Nicaragua				
Perú	X			
Uruguay				X

⁷¹ Véase Palacios y Whitehouse (1999).

⁷² Los trabajadores independientes no tienen la obligación de pagar contribuciones, salvo en Argentina y bajo la edad de 40 años en Uruguay. En la mayoría de los países los militares se encuentran excluidos y tienen sus propios esquemas.

Tres países –Argentina, Colombia y Perú– permiten a los nuevos ingresantes al mercado laboral elegir entre un esquema público, por reparto, de beneficios definidos y el nuevo sistema. En Argentina y Perú una proporción muy pequeña de nuevos trabajadores eligen el esquema público. Esto se debe en parte a que los trabajadores que no están expresando una preferencia son automáticamente enrolados en el esquema capitalizado. En Colombia, por otro lado, existen importantes faltas de simetría que llevan a ciertos trabajadores, particularmente aquellos con bajos ingresos, a permanecer en el esquema público. Además, existe una opción, única entre los países que han introducido reformas, que permite a los trabajadores revertir su decisión de unirse al esquema capitalizado cada tres años.

La existencia de modelos paralelos de pago de pensiones en estos tres países es problemática por diversas razones. En primer lugar, requiere de cierta duplicación de factores administrativos que incrementa el costo global de los sistemas. Tanto Colombia como Perú deben mantener en forma indefinida infraestructuras de cobro de contribuciones y registros. Esto es especialmente ineficiente cuando el número de trabajadores que elige el sistema público es trivial, como es el caso de Perú y Argentina, en donde menos del cinco por ciento de los trabajadores que recién ingresan al mercado laboral optan por el esquema de reparto. En segundo lugar, la supervivencia del antiguo modelo de pensiones obviamente socava los objetivos de la reforma misma. La opción colombiana de revertir la decisión de cambio de sistema parece especialmente pernicioso en este respecto, ya que los trabajadores en esencia reciben un beneficio definido garantizado que es equivalente a lo que habrían tenido si el esquema de contribución definida nunca se hubiera introducido.

La segunda columna muestra que los funcionarios públicos han sido en gran medida integrados al nuevo sistema. Esto constituye un logro notable. Existen relativamente pocos ejemplos de integración exitosa de esquemas separados para funcionarios públicos al nivel mundial, a pesar del creciente reconocimiento de los méritos de tales reformas⁷³. La mayor parte de los restantes sistemas de pensiones de Latinoamérica continúan teniendo esquemas parale-

⁷³ Ejemplos de esto son los Estados Unidos, que integró a sus funcionarios públicos al sistema general de pensiones en 1984, Singapur en los 90 y Hong Kong en el 2000.

los para los funcionarios públicos. Entre los reformadores, solamente México continúa excluyendo a sus trabajadores federales.

La tercera columna dice relación con la exclusión de ciertas categorías cuantitativamente importantes de trabajadores. En este caso, el resultado es mixto. En México, nuevamente, aproximadamente un millón de empleados públicos al nivel estatal, sumado a varios cientos de miles en PEMEX, están excluidos. En Argentina, por otro lado, un número similar de empleados públicos en las provincias cuentan con sus propios esquemas de beneficios definidos⁷⁴. En Colombia hay un gran número de exenciones⁷⁵ así como un gran número de profesores en Costa Rica con su propio plan por separado.

No existe una razón obvia tras estas exenciones. Los objetivos de política pública de suavizar el consumo y disminución de la pobreza inherentes al sistema de pensiones no serían distintos para estos grupos y cualquier característica especial de estos trabajadores se abordaría a través de esquemas complementarios⁷⁶. Por otro lado, existen evidentes costos de mantenimiento para los sistemas paralelos. Al igual que los esquemas paralelos públicos, los esquemas de beneficios definidos para grupos específicos en gran medida son por reparto y por lo tanto socavan esta dimensión de la reforma. Existe, además, el problema de la portabilidad, que puede impedir la movilidad del mercado laboral.

La última columna muestra que dos países –Ecuador y Uruguay– aplican criterios basados en los ingresos para determinar la afiliación obligatoria. La legislación ecuatoriana imita a la de Uruguay e introduce un nivel similar de complejidad administrativa. Este enfoque parece basarse en la idea de que los trabajadores de más bajos ingresos son menos capaces de enfrentar riesgos del sector financiero o tomar decisiones informadas en un sistema capitalizado. Sin embargo, estos trabajadores tienen una mayor probabilidad de beneficiarse de la diversificación de sus fuentes de ingresos por concepto de jubilaciones en relación con los trabajadores de más altos ingresos que tienden a tener otras opciones de ahorros.

⁷⁴ Debe notarse, sin embargo, que muchos de los esquemas de los gobiernos provinciales han sido clausurados.

⁷⁵ Véase Klejmans (2002).

⁷⁶ Este es el caso en Hong Kong, por ejemplo, donde contribuciones adicionales basadas en la titularidad se pagan a las cuentas individuales de los funcionarios públicos.

Pese a las exenciones y la actividad del sector informal, la base de contribuyentes para el nuevo sistema es grande y continúa creciendo. Algunos han manifestado su preocupación por la proporción de contribuyentes en relación con los afiliados, basándose en gran medida en un entendimiento equivocado de lo que representa el número de afiliados⁷⁷. Sin embargo, sucede que en cualquier momento dado, el panorama de contribuyentes subestima el número de trabajadores con un interés en el sistema, interés que adopta la forma de un balance de cuenta individual. A continuación se examina la experiencia inicial en los períodos de acumulación y pago de pensiones.

4.2. Experiencia inicial en el periodo de acumulación

Pese a estas exclusiones, más de 50 millones de trabajadores en los nueve países en los que el nuevo sistema ha comenzado a operar pagarán contribuciones al sistema en 2003. Un número mucho mayor ha contribuido durante 55 años-país y actualmente mantiene saldos en cuentas individuales. Esta sección examina la experiencia inicial de estos trabajadores durante el período de acumulación con respecto al desarrollo de la industria, crecimiento de los activos y composición del portafolio de inversiones, costos y cargos así como las tasas de retornos.

4.2.1. *La industria de fondos de pensiones*

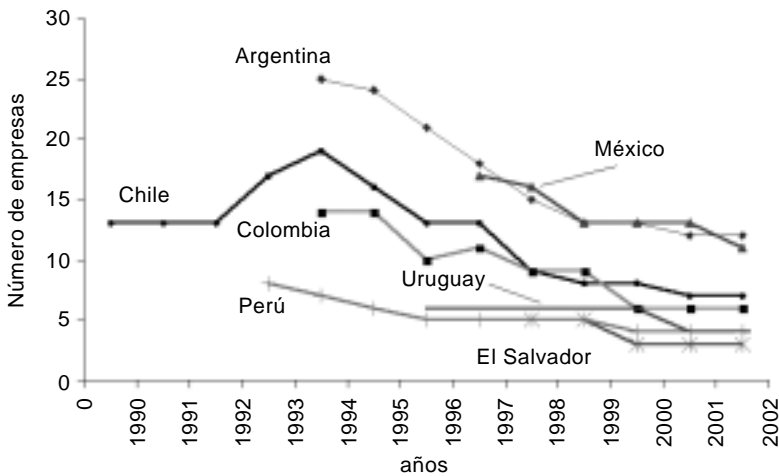
A la fecha, ninguna administradora de fondos de pensiones ha quebrado en ningún país. Este es un logro importante y es indudablemente una función de las condiciones para el ingreso al mercado y los rigurosos estándares impuestos por los supervisores. Sin embargo, muchas administradoras de fondos de pensiones han desaparecido como resultado de fusiones. El Gráfico N° 10 muestra el proceso de consolidación de la industria en siete países con el correr del tiempo. Bolivia no se incluye, debido a su duopolio. La tendencia, como sucede en muchos nuevos mercados, es de una competencia intensa entre varios nuevos participantes por una pro-

⁷⁷ En tanto que la proporción es importante en el área de costos y cargos (ya que existen costos asociados al mantenimiento de cuentas inactivas), su continua declinación con el correr del tiempo ha sido interpretada equivocadamente en ocasiones, interpretando tal declinación como evidencia de un creciente problema de cobertura. Valdés-Prieto (2002) explica por qué esto no es una buena métrica para medir los cambios producidos en la cobertura efectiva con el correr del tiempo.

porción del mercado, seguida de la venta de una firma a otra o la fusión de las mismas con el fin de obtener los beneficios derivados de las economías de escala que se producen en la industria (ver la Sección 4.2.3). Este proceso actualmente se desarrolla en los nuevos sistemas de Costa Rica y la República Dominicana.

No resulta sorprendente entonces que este proceso haya dado como resultado una concentración de los mercados, lo que es causa de preocupación para los supervisores desde al menos dos puntos de vista. La concentración limitaría la competencia en casos en que es dable, además que se produzca colusión. Asimismo, a la luz de las proyecciones de acumulaciones de activos (ver la siguiente subsección), un número relativamente pequeño de firmas eventualmente administraría una proporción muy grande de ahorros de largo plazo en la economía (ver Cuadro N° 17). Esto genera algunas pero no todas las preocupaciones que se discuten en el caso de los monopolios de los fondos de pensiones públicos⁷⁸. Por otro lado, con el correr del tiempo este efecto es mitigado por el hecho de que las instituciones aseguradoras también pasan a ser importantes actores en el proceso.

Gráfico N° 10
CONSOLIDACIÓN DEL MERCADO DE FONDOS
DE PENSIONES EN SIETE PAÍSES



⁷⁸ Véase Iglesias y Palacios (2000).

El Cuadro N° 13 describe la situación en cada país en 2002. Al menos la mitad de los contribuyentes está afiliada a las tres primeras empresas en todos los países y esta proporción supera el 80 por ciento en cuatro de los países. El tamaño de los activos en relación con la capitalización del mercado accionario y el porcentaje de deuda pendiente de pago que mantienen los fondos de pensiones ya son altos en algunos casos. Las proyecciones de montos de activos para 2015 sugieren que el poder de mercado aumentará fuertemente. Finalmente, el promedio de contribuyentes para cada administradora de fondo de pensiones es de más de 350.000. Esto destaca un problema que afecta especialmente a los pequeños países con baja cobertura en el sentido de tener un mercado competitivo con múltiples actores y mercados susceptibles de ser conquistados.

Existen múltiples requisitos para participar en el mercado que hacen más difícil generar competitividad. La exigencia de tener proveedores de giro único, restricciones a la propiedad y capital mínimo y reservas en relación con las garantías ofrecidas (ver Anexo Cuadro N° A 18) aumentan los costos iniciales de puesta en marcha. La naturaleza especializada de la actividad ha conducido además a ciertos actores a buscar economías de escala internacionalmente como lo demuestra la participación de ciertas instituciones extranjeras (BBVA, Citibank, etc.) en múltiples mercados.

Cuadro N° 13
INDICADORES DE MERCADO PARA ADMINISTRADORAS DE
FONDOS DE PENSIONES Y PROVEEDORES DE RENTAS VITALICIAS

	Participación de las 3 administradoras más grandes (afiliados) %	Contribuyentes por administradora	Proporción de propiedad extranjera %	Costos operacionales por contribuyente (US\$)	Número de proveedores de rentas vitalicias
Argentina	60	267.250	66	100	20
Bolivia	100	380.500	76	19	1
Colombia	69	374.000	48	66	9
Chile	71	489.000	62	51	17
Costa Rica	80	77.750	0	22	1
República Dominicana	n.d.	133.333	n.d.	n.d.	n.d.
El Salvador	100	330.940	77	116	n.d.
México	55	1.149.100	72	51	14
Perú	85	291.975	72	69	5
Uruguay	92	154.165	20	50	2

Fuente: Solomon-Smith Barney (2002); encuesta FIAP; cálculos del autor.

4.2.2. Supervisión de fondos de pensiones

En cada país, la industria está supervisada por agencias especializadas o agencias integradas según se describió anteriormente en este estudio. La supervisión de un sector financiero moderno por lo general requiere un alto nivel de capital en la forma de un personal bien entrenado y tecnologías de información. A su vez, esto requiere de salarios competitivos y un presupuesto suficiente. En el caso de las entidades especializadas, es posible comparar su personal y presupuestos e identificar su fuente de financiamiento de la forma que se indica en el Cuadro N° 14.

Cuadro N° 14
INDICADORES DE SUPERVISIÓN DE FONDOS
DE PENSIONES PRIVADOS, 2002

	Personal por fondo de pensiones	Personal por cada 100.000 contribuyentes	Presupuesto por fondo de pensiones US\$	Presupuesto por contribuyente salarial US\$	Presupuesto como % de la planilla	Fuente de financiamiento
Argentina	16	6,3	322.657	1,3	0,05%	Comisiones de la industria
Costa Rica	9	11,1	445.865	5,7	0,14%	Mixto ²
Chile	20	4,1	711.135	1,5	0,03%	Gobierno
República Dominicana ¹	8	9,1	350.000	4,0	0,12%	Comisiones de la industria
El Salvador	35	22,2	1.016.440	6,5	0,08%	Mixto
México	19	1,7	1.675.078	1,5	0,02%	Mixto

Fuentes: cálculos del autor basados en SUPEN (2003); Palacios (2003);

¹ Basado en niveles objetivo de personal y presupuesto y la población contribuyente estimada para fines del 2003.

² El Banco Central debe cubrir 80%. El resto es financiado mediante comisiones de la industria.

El Cuadro proporciona indicadores normalizados para seis supervisores especializados. Existe evidencia de la existencia de economías de escala, especialmente con respecto al tamaño del presupuesto en relación con los contribuyentes y la masa salarial cubierta. Por ejemplo, Costa Rica, República Dominicana y El Salvador tendrían que cobrar comisiones expresadas como un porcentaje en las participaciones o por contribuyente mucho más altas de lo que sería el

caso en mercados más grandes con el fin de financiar al supervisor. La evidencia es menos clara en lo que respecta al gasto por administradora del fondo de pensiones. Esto refleja en parte la falta de madurez de los mercados de Costa Rica y República Dominicana en donde una mayor consolidación probablemente duplique la proporción de empleados por fondo y el presupuesto de supervisión que se indica aquí en años venideros. El Salvador parece ser el caso más caro y tiene la más alta proporción de empleados respecto de los fondos. Las cifras actualmente subestiman este resultado, ya que una de las tres empresas será liquidada. Sin embargo, debe también tomarse nota de que el rol del supervisor ha sido más extenso en El Salvador, ya que ha estado directamente involucrado en la asignación de números de identificación individual y la determinación de los casos de invalidez⁷⁹.

Las estrategias de financiamiento van desde un completo apoyo presupuestario en Chile a comisiones de la industria en Argentina y República Dominicana (dejando de lado los costos de puesta en marcha). El Salvador, Costa Rica y México tienen sistemas de financiamiento mixto, aunque en Costa Rica el actual sistema de financiamiento es casi enteramente dependiente del Banco Central.

OCDE (2003) discute las compensaciones que se producen entre estas distintas estrategias. Una completa dependencia presupuestaria podría exponer al supervisor a limitaciones fiscales que podrían afectar su capacidad de mantenerse al corriente de la tecnología de punta en la industria y ofrecer escalas salariales competitivas. Asimismo, podría constituir una fuente de influencia política que ponga en riesgo su independencia. Por otro lado, la dependencia del cobro de comisiones de la industria podría conducir a una “captura” regulatoria. Otro importante argumento, especialmente en países con baja cobertura es que el financiamiento desde rentas públicas de la supervisión que afecta a una parte pequeña y de ingresos relativamente altos de la fuerza laboral es contrario a la equidad.

La mayor parte de los países OCDE con fondos de pensiones privados significativos financian parcialmente su supervisión a través del cobro de comisiones. Dado el alto nivel de preocupación existente en la mayoría de los países latinoamericanos respecto de una posible interferencia política en el sistema y bajas tasas de cober-

⁷⁹ Véase Acuña (2003).

tura, el sistema basado en el cobro de comisiones o sistema mixto aparecería en teoría como más ventajoso.

4.2.3. Costos y cargos

El Cuadro N° 15 compara las comisiones que incluyen y las que son netas de los costos de seguros para el caso de diez países. Ya se han discutido los factores determinantes y la dificultad de comparar los beneficios de seguros. Las comisiones netas fluctúan entre 0,5 y 2,3 por ciento, pero, por diversas razones, estas cifras son difíciles de comparar. Como se indica arriba, las estructuras de cobros varían de un país a otro de tal manera que, por ejemplo, las comisiones mexicanas, que toman varias formas (basadas en los activos, en los retornos por inversión, comisiones fijas, etc.), deben ser convertidas a un porcentaje equivalente de los salarios para efectos de su comparación. Otros países como República Dominicana y Costa Rica permiten cargos basados en los retornos por inversiones, los cuales también deben convertirse a un porcentaje del salario promedio. La mención especial del caso de Bolivia es para recordar un subsidio cruzado substancial para la comisión de administración de activos sobre un fondo colectivo que formó parte de la concesión original.

Cuadro N° 15
COMISIONES Y PRIMAS DE SEGUROS, JUNIO 2002

País	Comisión total	Seguro de invalidez y muerte	Comisión neta
Argentina	2,25	0,69	1,56
Bolivia ¹	2,21	1,71	0,50
Chile	2,43	0,67	1,76
Colombia	3,50	1,58	1,92
Costa Rica	n.d.	n.d.	n.d.
República Dominicana	1,50	1,00	0,50
El Salvador	2,98	1,40	1,58
México ²	4,24	2,50	1,74
Perú	3,51	1,24	2,27
Uruguay ³	2,73	0,81	1,92

Fuente: AIOS (2003), Solomon-Smith Barney (2002).

¹ Además, se cobra una comisión por la administración del portafolio de inversiones cuyo límite es de 0,02285% de acuerdo con los límites establecidos por la ley de pensiones.

² Una comisión similar sobre el flujo. La contribución de 2,5% del salario que corresponde al seguro se remite directamente al IMSS y es independiente del sistema de pensiones.

³ Se cobra una comisión adicional por custodia, que en diciembre de 2002 promediaba 0,00293% del balance de las cuentas individuales de capitalización.

Un ejercicio útil en el análisis de los cargos es simular historiales de pago de contribuciones y balances de cuentas de capitalización individual con y sin deducción de cargos. Esto proporciona alguna idea de la disminución en los retornos netos sobre la cuenta de capitalización individual o la disminución en el balance acumulado en el curso de la vida laboral de los trabajadores. Whitehouse (2000) calcula tasas de cargos y disminuciones de rentabilidad para países seleccionados de América Latina. Para el concepto de 'tasa de cargo' que mide la disminución en el balance acumulado relativo a cero cargos, encuentra un rango de entre 13,5 y 26 por ciento, haciendo ver que estos resultados son sensibles a diversas presunciones. Estas cifras parecen grandes comparadas con la expresión más común de los cargos como un porcentaje de los activos. Las dos estructuras de cargos efectivamente generan distintas trayectorias de cargos con el correr del tiempo (ver Gráfico N° 7, y son sensibles a distintos supuestos sobre el crecimiento de las ganancias y tasas de retornos. Sin embargo, en el curso del ciclo de vida, con supuestos razonables, una tasa de cargos de 15-20 por ciento es equivalente a alrededor de uno por ciento de los activos para aquellos trabajadores que contribuyan con un décimo de sus ingresos durante toda su vida laboral⁸⁰.

Aunque parece apropiado estimar el impacto de los cargos en el curso del ciclo vital, dado los objetivos últimos del sistema, estas mediciones dependen de la firme presunción de que la actual estructura de cargos así como los niveles observados persistirán durante las siguientes décadas. Por lo tanto, las simulaciones llevan a cuestionarse qué es lo que determina el monto de los cargos en la actualidad y cómo pueden cambiar estos factores en el futuro. Esto requiere un análisis de los determinantes de los costos de los administradores de fondos de pensiones y de hasta qué punto dichos costos afectan las comisiones y cargos.

Con frecuencia se supone, por ejemplo, que existen economías de escala en la industria de la administración de fondos de pensiones y parece haber evidencia empírica que apoya esta tesis. Donoso (2000), por ejemplo, encuentra una clara relación entre el costo marginal por contribuyente y el número de contribuyentes en las

⁸⁰ Intuitivamente, si los cargos se deducen de las contribuciones en cada período y se los coloca en una cuenta por separado que genera la misma tasa de retornos que el balance de la cuenta de capitalización individual, la proporción de cargos acumulados frente a lo que hay en la cuenta de capitalización individual al momento de jubilar es igual a la proporción de la contribución que estaba siendo deducida en cada período.

AFP en Chile. La fuente de esto está vinculada más a los costos fijos que implican el mantenimiento de registros y el de cuentas en lugar de la función de manejo de activos, lo que ha sido un componente principal del costo hasta la fecha⁸¹. Sin embargo, la evidencia chilena se basa solo en siete observaciones.

El Cuadro N° 16 informa de los resultados de una simple regresión de variante múltiple usando una muestra de cuarenta y nueve administradoras de fondos de pensiones de 8 países en 2002. Se ve que los costos por trabajador expresados en dólares de los EE.UU. están significativa y negativamente vinculados al número de contribuyentes en todo el universo examinado, lo que sugiere economías de escala. El ingreso promedio del país también se toma en cuenta con el fin de representar los diferentes costos salariales dada la importancia de los salarios en la estructura de costos. El nivel de ingreso está significativa y positivamente vinculado al costo por contribuyente. El Gráfico N° 11 muestra los costos implícitos por contribuyente frente a los contribuyentes para un país con un ingreso promedio en la muestra.

Estos factores no explican la totalidad de las variaciones en costos. No considera, por ejemplo, otros aspectos del sistema que podrían afectar los costos de los fondos de pensiones. Estos incluyen la estructura y cargos relativos al cobro de contribuciones y mantenimiento de registros, honorarios de supervisión, impuestos, costos por transacciones en mercados de capital locales, exigencias de reservas y normas relativas a la emisión de informes, entre otros. La madurez del esquema también puede afectar los costos si los que reciben retiros programados aumentan la carga administrativa. El Cuadro N° 16 sugiere que estos factores pueden explicar más de un tercio de las variaciones en costos en toda la región.

Desde el punto de vista del individuo, lo que importa es si las reducciones de costos se traducen en menores cargos. No resulta sorprendente que exista una fuerte correlación entre los costos y las comisiones en la muestra⁸². Sin embargo, también hay eviden-

⁸¹ Mastrangelo (1999) afirma que la fracción de los costos operativos que dice relación con la administración de activos en Chile era de menos de un décimo. Sin embargo, también hace notar que esto podría cambiar en el futuro, especialmente en la medida que la inversión extranjera se torne más importante.

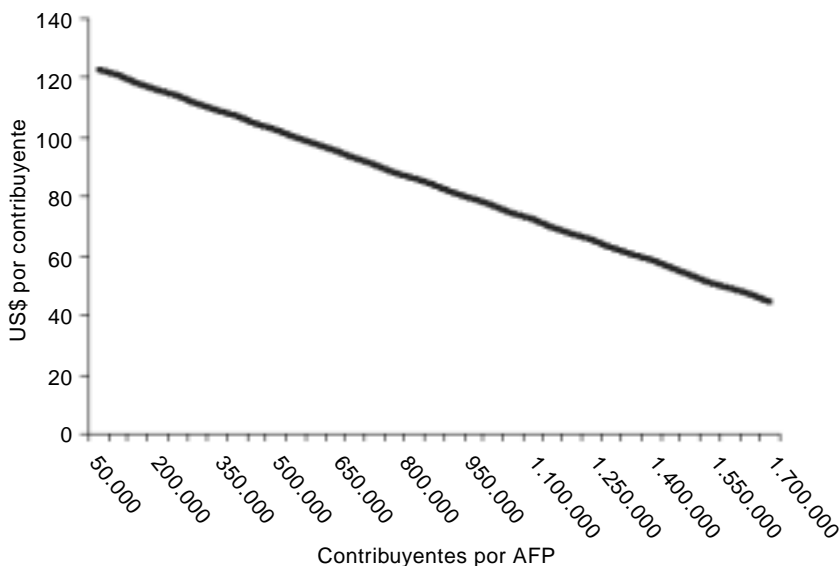
⁸² El valor 'R' al cuadrado reajustado para una simple regresión en los costos sobre los cargos expresados en US\$ por contribuyente en una muestra de 51 AFPs fue de 0,88.

Cuadro N° 16
RELACIÓN ENTRE EL COSTO POR CONTRIBUYENTE
EXPRESADO EN US\$ Y EL NÚMERO DE CONTRIBUYENTES
PARA 49 ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES

Variable	Coefficiente	Estadístico-t
Contribuyentes	-0,0000462	-2,4
Ingreso per cápita (PPP US\$)	0,03272	7,5
Variable ficticia de Costa Rica	-144	-4,4
Interceptor	-136,3	-3,4
R ² ajustado = 0,59		
Observaciones = 49		

Fuente: cálculos propios.

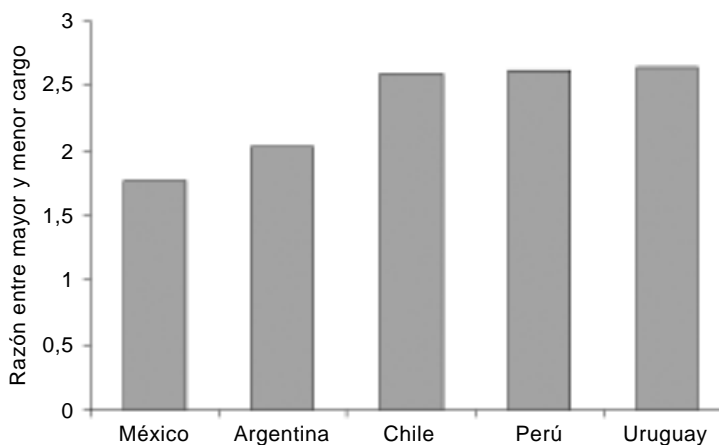
Gráfico N° 11
ECONOMÍAS DE ESCALA EN UNA MUESTRA DE 51
ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES



Fuente: Línea ajustada para el ingreso promedio no ponderado de la muestra.

cia de una dispersión de precios dentro de los mismos mercados, como se indica a continuación en el Gráfico 12. Tales variaciones substanciales no son explicables únicamente por diferencias en el producto o la calidad del servicio. Esto refuerza hallazgos similares en el caso chileno por Donoso (2002) y destaca la aparente falta de elasticidad de la demanda en los precios que parece caracterizar a la industria⁸³. La evidencia que apoya la falta de atención a los precios por parte del consumidor en relación con estos servicios ha sido resaltada por recientes estudios en Chile, donde los trabajadores han tenido la mayor experiencia. El estudio muestra que la gran mayoría de los trabajadores ignora cuánto les cobran sus AFPs⁸⁴.

Gráfico N° 12
RAZÓN ENTRE MAYOR Y MENOR
CARGO POR CONTRIBUYENTE



Un estudio realizado sobre Argentina examinó la relación entre el ingreso y salida de miembros en fondos de pensiones específicos durante 1994-1997⁸⁵. Los autores encontraron que los cargos no parecían tener ningún efecto en los cambios producidos en los

⁸³ Ver Donoso (2002) y Mastrangelo (1999) para una discusión de este tema.

⁸⁴ Ferreiro-Yazigi (2003).

⁸⁵ FIEL (1999).

flujos de nuevos miembros desde y hacia los fondos, pero que los cargos más altos iban asociados con una mayor merma de miembros existentes. La relación con los gastos de *marketing*, ventas y publicidad mostraban una tendencia inversa. Mayores gastos promocionales daban como resultados flujos de ingreso más altos, pero no tenían ningún efecto sobre los flujos de salida. Considerando estos dos efectos conjuntamente, los autores concluyen que es del interés de las AFP incrementar los gastos en publicidad, porque la elasticidad de los flujos netos de miembros es aproximadamente dos veces más grande en relación con los gastos de *marketing* que en relación con los cargos. Lo que esto implica es que aunque los costos pueden reducirse a través de incrementos en la eficiencia, estos ahorros pueden no transmitirse a los miembros del esquema en la forma de cargos más bajos.

En el nuevo sistema, los altos cargos han sido objeto de críticas. Estas críticas muchas veces se basan en cifras que incluyen comisiones o toman la forma de comparaciones engañosas entre el sistema de seguro social de los EE.UU. y el sistema chileno. Los mismos críticos apuntan a las economías de escala para sugerir que los costos podrían reducirse a través de una administración centralizada (y naturalmente, pública).

Estos argumentos no reconocen las compensaciones, o *trade-offs* de importancia. El primero involucra posibles disminuciones en la calidad del servicio que muchas veces se observa cuando hay poca o ninguna competencia (al menos en la forma de competencia de mercado). Un servicio clave proporcionado por las administradoras de fondos de pensiones es invertir los ahorros de los miembros. Es correcto decir que grandes reducciones porcentuales en los cargos (digamos de 50%) son compensadas con creces por retornos sobre las inversiones levemente mayores en el largo plazo (digamos 100 puntos base por año). Sin embargo, la experiencia con inversiones realizadas por monopolios públicos en la administración de pensiones sugiere que las pérdidas en los ingresos podrían fácilmente compensar cualquier ganancia en términos de costos y cargos más bajos⁸⁶.

Existe además otra compensación, o *trade-off*, en el sector financiero e incluso a nivel macroeconómico. Dados los enormes fon-

⁸⁶ Véase Iglesias y Palacios (2000).

dos que se acumularán en las próximas décadas y la alta proporción de ahorros de largo plazo en la economía que dichos fondos representan, un sector de administración de fondos de pensiones altamente concentrado conducirá a serios dilemas en varios frentes, incluyendo el gobierno corporativo. La lógica del argumento de las economías de escala (muchas veces reforzado por la idea de que las utilidades que generan competencia disminuyen los beneficios) conduciría a similares propuestas para modelos centralizados en otros sectores tales como la banca o los seguros.

Una crítica más sofisticada en relación con los cargos en el nuevo sistema concierne a la política de competencia y ve el potencial para traducir una mayor eficiencia en más bajas comisiones cuando los consumidores están informados y los mercados tienen capacidad de respuesta⁸⁷. La primera condición parece no ser prevalente y representa uno de los principales desafíos en políticas públicas en el período posreforma. La segunda condición puede ser afectada bajando las barreras al ingreso al sistema y esto a su vez puede involucrar un gradual relajamiento de reglamentos onerosos que inhiben la participación de nuevos actores en el mercado, ya sea debido a los altos costos de puesta en marcha o dificultades en la diferenciación de productos.

4.2.4. Acumulación y asignación de activos

Los activos se han acumulado rápidamente en aquellos sistemas que han estado en operación durante muchos años y se proyecta un fuerte crecimiento para todos dichos sistemas en la próxima década, como lo indica el Cuadro N° 17. Para el 2015, los activos de los fondos de pensiones representarán más del 10% del PIB en todos los países y más de 20% del PIB en seis de ellos, incluyendo las economías más grandes, Argentina, Chile y México. Las proyecciones de activos chilenos llegan a casi el 90% del PIB debido a su madurez y cobertura relativamente alta. En el curso de los siguientes treinta años, varios países deberían alcanzar similares magnitudes. Esto constituye un hecho inédito en la acumulación de ahorros de largo plazo en la región y es probable que tenga importantes efectos en los mercados de capitales y la economía como un todo.

⁸⁷ Véase por ejemplo, Valdés-Prieto (1999).

Cuadro N° 17
ACUMULACIÓN DE ACTIVOS EN EL SISTEMA
DE PENSIONES FINANCIADO

	Activos 2002 en millones de US\$	Activos 2015 en millones de US\$	Activos como proporción del PIB en 2002 %	Activos como proporción del PIB en 2015 %	Activos como % de la capitalización del mercado de valores	% propiedad de la deuda del Estado
Argentina	11.923	57.023	10,4	30,9	14,5	6,5
Bolivia	2.749	5.884	33,5	43,5	171,8	37,0
Colombia	5.327	26.825	6,5	24,7	40,6	n.d.
Chile	35.832	95.388	56,2	89,7	65,8	64,6
Costa Rica	110	2.088	0,6	10,0	3,9	0,7
El Salvador	1.061	n.d.	7,7	n.d.	69,4	13,0
México	31.7437	247.887	5,2	26,0	37,1	14,7
Perú	4.083	26.813	7,2	28,1	39,8	3,0
Uruguay	804	1.942	7,7	13,3	962,5	7,6

Fuente: AIOS (2002); Encuesta FIAP; Solomon-Smith Barney (2002); Soley (2002).

La introducción del régimen de “multifondos” en Chile amerita una mención especial, pese a su corta experiencia⁸⁸. Desde agosto de 2002, aproximadamente 1,4 millones de contribuyentes han seleccionado activamente su asignación de portafolio de entre las opciones descritas en la Sección 3.2.1. Más de dos tercios seleccionó el Fondo C, que en términos efectivos replica el conjunto de limitaciones que estaban vigentes antes de esta última reforma. Alrededor del 15 por ciento de aquellos en proceso de seleccionar un fondo optaron por las modalidades de inversión más agresivas ofrecidas por los fondos A y B en tanto que algo más del 16 por ciento seleccionó la combinación de más bajo riesgo-retorno de los fondos D y E. Con el correr del tiempo ha habido una gradual tendencia hacia una mayor participación en los fondos A y B. Aunque los perfiles de riesgo-retorno de los cinco fondos se han comportado como se esperaba, con los fondos A y B generando ingresos superiores, acompañados de una mayor volatilidad, debe tomarse nota del hecho de que ambos fondos contienen una pro-

⁸⁸ Las cifras citadas aquí respecto de los multifondos provienen de la Asociación de AFP (2003)

porción mucho mayor de valores extranjeros que los otros fondos. Por ejemplo, en julio de 2003, los activos extranjeros en el Fondo A representaban un 45,6 por ciento del total. Esto sugiere que aquellos fondos más ‘agresivos’ ofrecen un grado significativo de diversificación con respecto a los riesgos de país específico.

Estos resultados iniciales parecen confirmar tanto la heterogeneidad de las preferencias de riesgos entre los contribuyentes así como la capacidad de un gran número de estos de expresar esta preferencia a través del ambiente de portafolio múltiple. Investigaciones futuras deberían proporcionar importante información acerca de las características de los individuos que eligen los distintos portafolios de inversión.

A la fecha, Chile es el único país en poner a prueba el ambiente de portafolio múltiple. Como se muestra en la Tabla 18, en la actualidad, en la mayoría de los países las cuentas individuales están altamente concentradas en bonos del Estado. Aunque esto arroja potenciales beneficios en términos de extender la curva de rentabilidad y otorgar una mayor liquidez a ese mercado en particular, podría asimismo estimular a los gobiernos a depender de lo que podría ser casi una fuente cautiva de crédito, borrando la distinción entre los modelos financiados y de reparto. Más aún, en caso de continuar manifestándose el patrón en el largo plazo, la falta de diversificación implícita disminuiría los retornos ajustados en base al riesgo, y en casos extremos los expondría a un serio riesgo de fallar.

Cuadro N° 18

ASIGNACIÓN ACTUAL DE PORTAFOLIO POR TIPO DE ACTIVO, 2002

	Deuda del Estado %	Títulos locales %	Títulos externos %	Depósitos en efectivo y a plazo	Renta fija %	Renta variable %
Argentina	78	11	9	2	90	10
Bolivia	69	14	1	16	100	0
Chile	30	32	17	21	75	25
Colombia	49	34	5	12	93	7
Costa Rica	67	19	0	14	100	0
El Salvador	85	1	0	14	99	1
México	83	15	0	2	100	0
Perú	15	53	7	25	71	29
Uruguay	64	6	0	30	100	0

Fuente: Encuesta FIAP; Solomon-Smith Barney (2002).

Según se discutió en la Sección 3.2, en ciertos países la diversificación se ve obstaculizada por los actuales límites a la inversión. Solis (1999) estimó, por ejemplo, que los límites en México habían disminuido los retornos en hasta 75 puntos base. Aun si estos límites fueran modificados y se incrementaran las opciones de inversión, la diversificación será gradual. Más importante aún, la diversificación será limitada en la medida que la exposición a activos e inversiones en el extranjero sea limitada. La fuente de instrumentos de calidad es especialmente limitada en algunos de los países más pequeños que han reformado su sistema de pensiones. Esto es especialmente evidente en las altas proporciones de activos de fondos de pensiones en la capitalización a través del mercado accionario, y en algunos casos en la alta proporción de deuda de gobierno actualmente en manos de los fondos de pensiones⁸⁹. Esta situación se verá atenuada a la luz de las proyecciones de crecimiento de los activos que ya se indicó.

Existe, sin embargo, evidencia de que el desarrollo de los mercados de capitales domésticos puede mejorarse tanto cuantitativa como cualitativamente por la presencia de los fondos de pensiones mismos. Catalán, Impávido y Musalém (2002) ofrecen evidencia empírica que abarca distintos países en tal sentido, en tanto que Lefort y Walker (2002) encuentran claros efectos para el caso de Chile y resultados mixtos para tres otros casos latinoamericanos. Catalán (2002) sugiere que las restricciones a la inversión en el extranjero estimula a que los fondos de pensiones mejoren varios aspectos clave de los mercados domésticos, incluyendo la protección a los accionistas y la calificación crediticia.

Reformas paralelas pueden aumentar la oferta de valores transables, facilitando la diversificación de portafolios y de soluciones técnicas creativas para las presiones de invertir en ciertas áreas como el mercado habitacional. Sin embargo, en algunos países, los límites del mercado doméstico eventualmente serán puestos a prueba y los límites a las inversiones en el extranjero claramente deberán aumentarse. Recientes cambios destinados a aumentar los límites a las inversiones en el extranjero en Costa Rica, Chile y Mexico son pasos en la dirección correcta.

⁸⁹ Tarzajan (2002), por ejemplo, cita el impacto distorsionador de una excesiva demanda por instrumentos de renta fija de corto plazo en Perú, que disminuye las utilidades de corto plazo. Este efecto se debe en gran medida a la falta de vías alternativas de inversión.

4.2.5. Tasas de retornos sobre las cuentas de capitalización individual

Un criterio clave tras el diseño de los nuevos sistemas es que esquemas de contribuciones que compiten entre sí buscarán maximizar sus retornos sujeto a ciertas restricciones. Las altas tasas reales de retornos observadas hasta la fecha sugieren que este objetivo ha sido alcanzado. Más importante aún, el diferencial de crecimiento retorno-salario ha sido sistemáticamente positivo y más alto de lo que generalmente se asume para efectos de estimular las tasas de reemplazo. El Cuadro N° 19 muestra que este diferencial ha fluctuado entre 3,9 y 12,5 puntos porcentuales desde su entrada en vigencia frente a la muestra con un promedio no ponderado, con una fluctuación de cerca de diez puntos porcentuales. Los retornos también fueron superiores a las tasas de depósitos bancarios durante el mismo período con la excepción de Argentina (ver Anexo Cuadro N° A.11). Aunque cubren períodos relativamente cortos, estos resultados son muy superiores a cualquier resultado observado en los esquemas de pensiones públicos a nivel mundial, incluyendo aquellos en operación antes de las reformas en Latinoamérica⁹⁰.

Cuadro N° 19
TASAS DE RETORNO SOBRE LAS CUENTAS INDIVIDUALES

	Tasa de retorno real desde el inicio %	Desviación estándar %	Crecimiento real de salarios %	Diferencial retorno/ crecimiento de salarios %	Crecimiento real ingresos per cápita %	Diferencial retorno/ crecimiento per cápita %
Argentina	11,7	13,4	-0,8	12,5	-0,4	12,1
Bolivia	16,2	n.d.	8,8	7,6	0,4	15,8
Colombia	11,8	2,6	1,4	10,4	-0,3	12,1
Chile	10,5	9,3	1,8	8,7	4,5	6,0
El Salvador	11,3	3,6	-0,2	11,5	0,5	10,8
México	10,6	n.d.	0,0	10,6	2,8	7,8
Perú	5,7	7,5	1,8	3,9	2,4	3,3
Uruguay	9,5	n.d.	3,6	5,9	-0,3	9,8

Fuentes: Encuestas, Boletín Estadístico AIOS, Cuadro Salarios Reales OIT.
Véase Anexo Cuadro N° A.10

⁹⁰ Véanse Iglesias y Palacios (2000) y Mesa-Lago (1991).

A pesar de estos resultados, sin embargo, la discusión anterior acerca de la asignación de portafolios sugiere que estas cifras deben interpretarse cuidadosamente⁹¹. Para comenzar, la concentración de las inversiones en bonos de gobierno puede disminuir la volatilidad de una manera que oculte riesgos subyacentes. Otro problema es la falta de valores claros para ciertos activos. En El Salvador, por ejemplo, una gran parte del portafolio de inversiones ha sido invertido en deuda emitida por una institución habitacional pública sin una garantía explícita del gobierno. Estos activos no se transan, y los fondos de pensiones tienen la obligación de adquirirlos. Recientes hechos ocurridos en Bolivia ofrecen ejemplo de una proporción significativa de los activos de un fondo de pensiones que no puede destinarse al mercado⁹².

Además, para muchos países en la muestra, el crecimiento del ingreso o salarios durante este período fue inusualmente bajo o negativo, un patrón que (ojalá) no continúe en el largo plazo. Finalmente, es importante tomar nota del hecho de que el nivel de dispersión de retornos entre los diferentes proveedores varía.

Pese a esto, la experiencia hasta la fecha es coherente con el tipo de diferenciales retornos-salarios positivos que son necesarios para producir tasas de reemplazo razonables (Es necesario tomar nota del hecho de que los programas de beneficios en la Sección 3 asumieron retornos netos del 1,5 por ciento más que el crecimiento del salario). También puso la cuestión de las comisiones en perspectiva: el *spread* del crecimiento retornos-salarios más que compensa cualquier estimación razonable de la ventaja por concepto de costos que pudiera asignarse a un esquema centralizado, monopolístico, por sobre un modelo descentralizado y competitivo. También sugiere que el esquema financiado puede ofrecer ingresos superiores a los de la tasa sustentable de retornos del sistema de reparto⁹³.

En el largo plazo, sin embargo, el *spread* entre los rendimientos de los bonos de gobierno y el aumento de los ingresos por concepto

⁹¹ Otra salvedad es que los retornos se calculan de manera distinta en los distintos países. Ver AIOS (1999) y Anexo, Cuadro N° 22.

⁹² En 2002, el gobierno boliviano obligó a los fondos de pensiones a fusionar las cuentas de capitalización individual con el fondo colectivo. En el proceso, las acciones de firmas previamente capitalizadas que no habían sido registradas en la bolsa de valores pasaron a ser parte de los activos en cartera de la cuenta individual. El valor de estos activos es desconocido y lo que se informa son valores nominales reajustados.

⁹³ Valdés-Prieto (2002a).

de impuestos necesarios para pagar la deuda más interés que implican estas cifras (dadas altas concentraciones de los portafolios en valores emitidos por el gobierno) no es sustentable en varios países (Perú y Chile son excepciones). Un diferencial de crecimiento retornos-salarios basado en la tasa de retornos sobre el capital tiene una mayor probabilidad de asemejarse al *spread* de 3-4 puntos porcentuales observado en Chile y Perú en la última década o similares diferenciales observados en el caso de fondos de pensiones privados con portafolios diversificados en los países OCDE. Esto depende en forma crucial de la forma como evolucione la reglamentación de las inversiones.

4.3. Experiencia inicial con el período de pago de pensiones

Con la excepción de Chile, existe muy poca experiencia del período de pago de pensiones. El Cuadro N° 20 muestra el número de personas que recibe algún tipo de beneficio por vejez en siete de los países considerados en el estudio. Bolivia, El Salvador y Uruguay tienen menos de 500 casos. Solamente Argentina, Colombia y Chile tienen más de 10.000 casos. Chile tiene con lejos el mayor número de casos, con 400.000 beneficiarios.

Cuadro N° 20
EVOLUCIÓN RECIENTE DE BENEFICIARIOS
POR VEJEZ EN ESQUEMAS FINANCIADOS

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	1.980	7.299	11.636	21.344	29.318	31.580
Bolivia	0	0	0	0	0	384
Colombia	1.487	2.787	4.603	6.549	8.880	11.417
Chile	265.601	290.205	322.234	363.351	401.420	414.549
El Salvador	0	0	0	0	0	862
Perú	0	0	0	0	2.388	4.939
Uruguay	0	0	0	0	0	73

Fuentes: AIOS (2002); Acuña (2003) para El Salvador.

El pago de rentas vitalicias era prácticamente inexistente antes de que las reformas al sistema de pensiones crearan la demanda. Por ejemplo, en Chile el pago de rentas vitalicias representaba menos del 7% del mercado de seguros tan recientemente como 1988, siete años después de la reforma. En Argentina, el pago de rentas vitalicias representaba menos del 0,2% del mercado en 1989, cinco años antes de la reforma, y en Perú, al momento de producirse la reforma en 1994, el mercado estaba limitado a productos de rentas vitalicias de pago diferido, favorecidos tributariamente (seguros de retiro). Actualmente el mercado de rentas vitalicias representa alrededor de un tercio del negocio de seguros en Chile y 14 y 11 por ciento del mercado en Perú y Argentina, respectivamente, a fines de 1998. En Colombia, el mercado es aún pequeño y representaba menos del tres por ciento del sector seguros en 1988, pero crece rápidamente. Salvo en Chile, la mayor parte del negocio está representado por el pago de rentas vitalicias a beneficiarios de prestaciones de sobrevivencia e invalidez.

Las compañías de seguros de vida pueden participar en los mercados de rentas vitalicias en Colombia, Chile y Peru, pero Argentina exige proveedores especializados que tengan balances separados. En Argentina, a partir del año 2002, veinte compañías proveedoras de seguros de jubilación estaban vendiendo pensiones en forma de rentas vitalicias. En tanto que el número de compañías puede sugerir la existencia de un mercado competitivo, existe una significativa concentración de afiliados en los primeros cinco proveedores.

Palacios y Rofman (2000) citan problemas en los mercados de rentas vitalicias en varios países. En Argentina y Perú, por ejemplo, más del 80 por ciento de las rentas vitalicias fueron adquiridas de una compañía de seguros relacionada a la administradora de fondos de pensiones, lo que sugiere que los trabajadores estaban siendo orientados hacia sus proveedores de anualidades. Había además evidencia de que los consumidores encuentran difícil comprender los distintos productos.

Al parecer, además, los corredores comparten altas comisiones con el afiliado, de tal manera que aquellos que no pueden retirar una porción de libre acceso aun reciben una suma alzada al momento de jubilar. Este mecanismo posiblemente llegue a representar una pérdida de valor presente para el pensionado, ya que es difícil para ellos saber cuál hubiera sido su pensión bajo condiciones normales. Además, el corredor paga impuestos a la renta sobre las comisiones

que recibe, de tal manera que parte del monto pagado termina en las arcas fiscales. Se cita un caso en Chile en que un individuo que pagó a una compañía de seguros de vida una prima única de US\$ 150.000 recibió a cambio un pago en efectivo de US\$ 60.000 dólares y una pensión anual vitalicia de aproximadamente US\$130. Los US\$ 90.000 que no recibió hubieran sido suficientes para adquirir una pensión mensual de US\$ 600. Este caso motivó la intervención de la Superintendencia de Valores y Seguros y actualmente está expresamente prohibido que las compañías de seguros de vida hagan pagos directos o indirectos a los pensionados.

Finalmente, parece claro que existen tensiones respecto a los roles de los supervisores de seguros y fondos de pensiones. En general, los estándares respecto de la obligación de informar y otras áreas son menos exigentes para las compañías de seguros que para los proveedores de fondos de pensiones. Los problemas que existen en la supervisión del mercado de rentas vitalicias pueden atribuirse, en parte, a la aplicación de una filosofía más adecuada para supervisar una industria voluntaria y de relativamente pequeña escala. En Argentina y Chile se han promovido propuestas para otorgar plena autoridad de supervisión sobre las rentas vitalicias a las agencias supervisoras de los fondos de pensiones como una manera de armonizar los criterios de supervisión en las etapas de acumulación y pago de pensiones.

En varios países, la situación es aún más difícil debido a lo limitado del mercado doméstico y la falta de buena información sobre los niveles de mortalidad. Aunque Costa Rica completó recientemente un detallado análisis de mortalidad con el fin de establecer las bases técnicas para su etapa de pago de pensiones, esto falta por hacerse en República Dominicana, El Salvador y Nicaragua. Los mercados en todos los países centroamericanos, Bolivia y República Dominicana seguirán siendo pequeños y puede ser difícil estimular la competencia entre proveedores de rentas vitalicias en el mediano plazo. Costa Rica es el caso extremo, con solamente un monopolio estatal representando el único proveedor en potencia en la actualidad⁹⁴. Será especialmente difícil generar contratos de largo plazo involucrando rentas vitalicias indizadas a la inflación en cada uno de estos países más pequeños, dado el estado del sector seguros y la falta de activos disponibles para igualar estos pasivos.

⁹⁴ Existen disposiciones especiales en Costa Rica que establecen el pago de sumas alzadas durante los primeros diez años del sistema, es decir, hasta 2011.

Esto genera preguntas acerca de la manera de fijar los requerimientos de reservas. Una solución provisoria indudablemente sería una fuerte dependencia de la opción de retiro programado. Naturalmente esto tiene la importante desventaja de no proporcionar seguro de longevidad. En el caso de estos países pequeños, se pueden considerar soluciones más creativas, tales como ofertas internacionales para cohortes de jubilados. Cualquiera sea la solución adoptada, este aspecto del sistema será más importante a medida que el mercado madure y grandes números de potenciales contratantes de rentas vitalicias lleguen a la edad de jubilar.

4.4. Breve nota acerca de los efectos económicos de las reformas sistémicas al sistema de pensiones

Las reformas sistémicas a los esquemas de pago de pensiones descritas arriba pueden tener importantes efectos sobre los mercados del ahorro, de trabajo y de capitales y, en última instancia, sobre el crecimiento económico. Estos efectos son difíciles de medir, especialmente en el breve marco de tiempo considerado en el caso de todos los países con la excepción de Chile. La estimación de este impacto excede los límites de este estudio. El propósito de esta sección es solamente extraer algunas lecciones que emergen de la literatura sobre el tema. La principal lección es que mientras que el potencial de impacto positivo sobre el crecimiento a través de diversos canales efectivamente existe, la reforma al sistema de pensiones por sí sola no logrará en forma automática los resultados positivos deseados.

4.4.1. Ahorros

El ejemplo más obvio es el impacto sobre los ahorros. Esto depende en forma crucial de dos políticas: la primera es hasta qué punto los pasivos del viejo sistema se reducen a través de reformas en los parámetros aplicables y a través de la evaluación de los derechos devengados para aquellos que se unen al nuevo sistema. Más importante aún es la manera como se generan los recursos económicos necesarios para la transición del financiamiento de reparto al sistema financiado. Ambas son extremadamente difíciles de medir⁹⁵.

⁹⁵ Otro factor, la reacción de los ahorristas privados a la reforma no es una materia de política pública. Esta reacción depende de si se aplica la equivalencia ricardiana y hasta qué punto los participantes en el esquema tienen limitaciones crediticias. En el caso de Chile, por ejemplo, Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) asumen una elasticidad de $-0,47$ basándose en evidencia empírica disponible.

Respecto del primer punto, los estudios generalmente disponibles concluyen que las reformas, las cuales casi siempre involucran un incumplimiento parcial de las promesas de pago de pensiones existentes, han reducido los déficit por concepto de pago de pensiones en el largo plazo y por lo tanto han incrementado el ahorro público⁹⁶. Sin embargo, las limitaciones de estos estudios se hacen evidentes cuando debe asumirse un escenario hipotético. Por ejemplo, ¿se hubieran llevado a cabo las reformas en los parámetros del viejo sistema (véase Anexo Cuadro N° A. 19) de no haberse producido la reforma sistémica? Asimismo, ¿cuál es el escenario hipotético respecto de la indexación cuando esta es discrecional en muchos países? Si una subindexación bajo condiciones de alta inflación ha erosionado las pensiones en la última década, ¿es razonable suponer que esta práctica no hubiera continuado en el futuro?

Otra área de gran incertidumbre involucra el financiamiento de la transición. En el corto plazo, el llamado ‘déficit de transición’ puede dar lugar al crecimiento de la deuda pública en la medida que la política fiscal no se ajuste para acomodarse a ella. Es imposible predecir con algún grado de certidumbre si futuros gobiernos usarán la deuda o financiamiento a través de impuestos para cubrir el faltante de los ingresos del sistema de reparto. En síntesis, los ahorros pueden aumentarse si se toman ciertas medidas fiscales en paralelo. El financiamiento a través del cobro de impuestos es menos probable cuando los gobiernos usan los nuevos fondos de pensiones como una fuente cautiva de crédito. En otras palabras, las normas sobre diversificación de inversiones apropiadas están vinculadas a la manera en que eventualmente se financie la transición.

Aunque hay sólida evidencia de un efecto positivo de los ahorros en Chile es demasiado pronto para saber el resultado en otros países⁹⁷. Lo que es claro, sin embargo, es que existe un potencial de ganancia, que esta ganancia no es posible sin una reforma al sistema de pensiones y, asimismo, que el impacto potencial es mayor en una reforma sistémica. Ya sea que la reforma genere este efecto o no dependerá de si acaso el pasivo prerreforma se reduce

⁹⁶ Ver, por ejemplo, Sales-Sarrapy y Solis-Soberron (1998) para el caso de México, y Bertanou, Grushka y Shulthess para Argentina. Forteza (1999) llega a una conclusión más calificada en el caso de Uruguay.

⁹⁷ Para una revisión de la literatura al respecto ver Iglesias (2001).

(basado en el escenario hipotético supuesto) así como el eventual acomodo fiscal del déficit de transición. Solo en Chile ha pasado el tiempo suficiente como para llegar a una conclusión razonable sobre este último tema⁹⁸.

4.4.2. Mercados laborales

Las reformas a los sistemas de pensiones pueden reducir las distorsiones en los mercados laborales mediante una reducción del componente de impuestos percibidos del impuesto sobre las contribuciones o masas salariales y mediante la eliminación de los subsidios a la jubilación anticipada. La disminución del componente impuestos de las contribuciones puede reducir la proporción de la fuerza laboral en el sector informal, incrementando así la cobertura del sistema. También puede incrementar el nivel general de empleo. En última instancia, estos efectos pueden generar tasas de crecimiento más altas⁹⁹.

Los niveles de cobertura han aumentado en varios países con posterioridad a la reforma. En Chile, la cobertura medida como una parte del empleo o la población económicamente activa aumentó en diez puntos porcentuales entre 1980 y 1999¹⁰⁰. Sin embargo, este fue además un período de rápido crecimiento económico, especialmente entre los trabajadores del sector formal. Con el fin de evaluar el impacto de la reforma de pensiones en forma aislada, es necesario tomar en cuenta otros factores.

El hecho de que exista una cantidad limitada de evidencia empírica se debe a varias complicaciones que emergen en el análisis. En primer lugar, el marco de tiempo considerado es relativamente corto y las condiciones económicas eran inestables en muchos casos. En segundo lugar, la reforma no afecta a la fuerza laboral en su totalidad. De hecho, la mayoría de las reformas ni siquiera cubren la totalidad de los trabajadores del sector formal. Por lo tanto, usar indicadores generales de cobertura como la variable dependiente no logra aislar la parte de la fuerza laboral afectada por la reforma. Finalmente, y posiblemente lo más importante, las

⁹⁸ Por ejemplo, Valdés-Prieto (2002) argumenta que la mayor parte de los costos de la transición en Chile fueron financiados a través de un aumento en el ahorro público.

⁹⁹ Corsetti y Schmidt-Hebbel (1994).

¹⁰⁰ Véase Jiménez y Cuadro (2003), Cuadro N° 4.

distorsiones impuestas por el sistema de pensiones son solamente uno entre muchos factores que fomentan la actividad del sector informal. Los otros, incluyendo la obligatoriedad del pago de compensación por despido, otras leyes de seguridad social, impuestos a la renta, reglamentos de salud y seguridad, solo para nombrar algunos, pueden cumplir un rol mayor que los impuestos a las pensiones en llevar a los pequeños empleadores al sector informal.

Uno de los más detallados estudios empíricos del impacto de la reforma sistémica a los esquemas de pago de pensiones, Colina *et al.* (2002), utilizó datos provenientes de encuestas domiciliarias para demostrar la presencia de cambios estructurales en la cobertura atribuibles a la introducción del nuevo sistema privado de pensiones en Argentina. La información proporcionada por dichas encuestas les permitió diferenciar entre trabajadores cubiertos bajo el esquema privado, financiado, y aquellos cubiertos por el sistema público de reparto, y controlar además una serie de otras variables. El estudio proporcionó evidencia econométrica de que “los costos asociados con el código laboral, la negociación colectiva y la seguridad social tienen un impacto negativo sobre la cobertura, especialmente para aquellos trabajadores con una baja productividad”. Sin embargo, no lograron identificar ningún impacto estadísticamente significativo sobre la cobertura debido a la introducción del nuevo esquema privado de pensiones. Concluyeron que esta reforma parece no haber tenido ningún impacto o a lo menos uno mucho menos importante que otros factores no relacionados con el diseño del sistema de pensiones.

Por el contrario, Edwards y Cox-Edwards (2002) llegan a una estimación más favorable en el caso del impacto positivo de la reforma en Chile. Basándose en simulaciones usando parámetros chilenos, encontraron que la reforma puede haber conducido a un incremento de los salarios en el sector informal y disminuido el desempleo en general. El resultado puede ser reflejo, entre otras cosas, de la madurez y alto nivel de cobertura del sistema chileno y el mayor grado de transferencia desde el sistema por reparto al sistema capitalizado que, por ejemplo, en Argentina.

Aunque existe un consenso de que los incentivos a participar en esquemas públicos de pensiones puede mejorarse a través de mejoras en el diseño, hay poca evidencia empírica que permita sugerir que estos son factores cruciales que determinan la participación del sector formal. Muchos otros factores, que van desde rigideces

en el código laboral, normas sobre salarios mínimos, costos de las transacciones asociadas con el registro de la fuerza laboral e incluso confianza en las instituciones gubernamentales pueden ser igualmente importantes. Por lo tanto, aplicada aisladamente, es poco probable que la reforma sistémica a los esquemas de pensiones vaya a conducir a un gran aumento de la cobertura. Resulta claro, además, que el impacto de la reforma sobre la fuerza laboral en general será menor, mientras menor sea la proporción de la fuerza laboral cubierta en el esquema financiado y mayor sea la componente residual de reparto, de beneficios definidos. Sin duda estas hipótesis pueden ponerse a prueba en el futuro, dada la amplia variedad de diseño y cobertura de los sistemas en los países que han introducido reformas.

4.4.3. Mercados de capitales

El impacto potencial de los mercados de capitales surge de la presencia de una nueva clase de inversionista institucional que está interesado en instrumentos de ahorro de largo plazo coincidentes con la estructura de sus pasivos o egresos. Estos inversionistas incorporan una nueva dimensión a los mercados de capitales permitiéndoles la creación de una curva de rendimiento y el desarrollo de valores de largo plazo, incluyendo aquellos respaldados por hipotecas. También pueden incrementar la liquidez, reducir los *spreads* y mejorar los descubrimientos de precios en lo que son mercados generalmente flojos. Varios estudios han documentado este efecto de manera empírica para el caso de Chile¹⁰¹. Catalán (2002) mostró además el rol activo de la nueva industria de fondos de pensiones en mejorar los reglamentos y estándares en Argentina. Por otro lado, los límites a las inversiones y la falta de regulación adecuada de los mercados de capitales locales pueden debilitar este tipo de efecto.

4.4.4. Crecimiento económico

El incremento en los ahorros, la disminución de las distorsiones en el mercado laboral y las mejoras en los mercados de capitales locales pueden, cada uno por sí solo, tener un impacto positivo sobre el crecimiento económico. Como se hizo ver, sin embargo, los potenciales beneficios no podrán cosecharse si intervienen

¹⁰¹ Véanse Holzmann (1997) y Lefort y Walker (2001).

otros factores. A este respecto, el principal riesgo es que los gobiernos reintroduzcan el modelo de reparto ‘por la puerta trasera’ a través del expediente de obligar la inversión en ciertos instrumentos o el financiamiento de déficit fiscales.

Por otro lado, si los ahorros de los trabajadores son canalizados de manera efectiva y los gobiernos pueden encontrar una manera de pagar una parte significativa de la deuda implícita por pago de pensiones que queda del antiguo sistema a través de aumentos en los impuestos o una disminución del gasto público, es altamente probable que pueda lograrse un impacto positivo de ahorro. El vínculo entre las tasas de ahorro y crecimiento ha sido claramente establecido¹⁰². Combinado con una mayor eficiencia en los mercados de capitales y laboral, es muy probable que se logre un impacto positivo sobre el crecimiento económico.

Al igual que sucedió cuando la ola de reformas se inició, Chile una vez más proporciona un ejemplo para las reformas más recientes. Reformas paralelas, privatización, disminuciones en la carga impositiva, políticas fiscales disciplinadas y especialmente reformas a los mercados de capitales coinciden con las etapas iniciales de las reformas al sistema de pensiones¹⁰³. Un estudio reciente de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) aísla estos efectos, enfocándose en el impacto sobre el crecimiento de la reforma al sistema de pensiones. Encontraron que el efecto combinado de los impactos del trabajo, el mercado de capitales y el ahorro sobre el crecimiento a través de la productividad total de factores fue del orden de 0,2-0,9 por ciento anual entre 1981-2001.

La evidencia sugiere que los esquemas de reparto pueden disminuir los ahorros, exacerbar las distorsiones en los mercados laborales y claramente no contribuyen al desarrollo de los mercados de capitales. Los esquemas financiados, por el contrario, pueden mejorar las tres áreas, aunque bajo condiciones adecuadas. El desafío para los países que han introducido reformas en la última década es encauzar este potencial, como Chile parece haberlo hecho en el curso de las últimas dos décadas.

¹⁰² Schmidt-Hebbel y Servén (1999).

¹⁰³ Sin embargo, el sistema tuvo efectivamente que soportar una crisis bancaria y recesión en 1982. De no haber sido por la intervención de tecnócratas en ese tiempo y la introducción de medidas tendientes a aislar el sistema y prevenir contagios de otras partes del sector financiero, el resultado pudo haber sido muy diferente.

5. ENCRUCIJADA EN EL NUEVO SISTEMA DE PENSIONES

El nuevo modelo de pensiones ha ofrecido una alternativa viable para el fallido sistema público de reparto que prevaleciera en el mundo durante el siglo pasado. En su igualmente corta historia en Latinoamérica, la que comprende 55 años de experiencia acumulativa, millones de trabajadores han abierto cuentas con empresas especializadas bajo estricta supervisión, y han adquirido derechos de propiedad y un mayor grado de control sobre su ingreso de jubilación. En general, han disfrutado de buenas tasas de retorno, una mayor flexibilidad en términos de los beneficios y mejor servicio en el nuevo sistema.

Pese a la positiva experiencia inicial, esta última sección sugiere que solamente en Chile puede decirse que se ha consolidado la reforma y ha sacado partido para su economía de los beneficios secundarios. Existe poca duda de la credibilidad del sistema, su robustez y su rol en proporcionar ingresos durante la jubilación para los trabajadores chilenos. En lo que respecta al impacto sobre la economía, la experiencia chilena sugiere que bajo las condiciones adecuadas, los beneficios del nuevo modelo pueden extenderse más allá de los afiliados al sistema a través de varios canales que incrementan el crecimiento económico.

Por el contrario, las reformas producidas en la última década no se han consolidado, y en pocos países las propuestas para revocar las reformas son parte del debate público. Una amenaza más insidiosa, sin embargo, son las más frecuentes propuestas que socavan la filosofía básica de la reforma en un intento por canalizar los fondos hacia fines de conveniencia política. En El Salvador y Bolivia esta miopía ya ha hecho avances en comprometer un aspecto clave del sistema, esto es, la transparencia de los valores de las cuentas de capitalización individual. Un caso algo distinto es Argentina, en donde se ha demostrado que los derechos de propiedad nunca están plenamente protegidos. Aunque las cuentas de capitalización individual puedan estar mejor aisladas, no son más inmunes a la expropiación que los depósitos bancarios¹⁰⁴.

La evidencia firmemente apoya las alegaciones de que existe un impacto directo sobre el crecimiento en el caso de Chile, pero

¹⁰⁴ Véase Cortázar (2003).

existe una muy limitada evidencia más allá de ese caso. Esto no debería resultar sorprendente, ya que de las once reformas post-chilenas de la última década, dos no han sido implementadas (Ecuador y Nicaragua) y una ha estado en funcionamiento por menos de dos meses. Las restantes ocho tienen un promedio de solamente cuatro años de experiencia.

Con esto en mente, es útil recordar que los primeros años de la experiencia chilena se caracterizaron por la existencia de un portafolio de inversiones altamente concentrado en bonos de gobierno y el sistema debió sobrevivir una grave crisis y recesión económica. El impacto positivo en los mercados de capitales en particular solo se sintió una vez que se hubo acumulado suficientes fondos y se introdujo reformas paralelas. Gradualmente se relajaron las normas de inversión, estableciéndose mejoras que culminaron en la más reciente, la introducción de una más amplia opción de inversiones a través del sistema de multifondos. La experiencia chilena ilustra la naturaleza dinámica de estas reformas y la necesidad de tener persistencia en combinación con una clara visión del camino en el largo plazo hacia el éxito.

A este respecto, la región se encuentra en una encrucijada. Una vía conduce a la consolidación y la realización de los potenciales beneficios indirectos de la reforma. Este camino involucra la integración de todos los trabajadores del sector formal en el nuevo sistema, la gradual liberalización de todas las normas de inversión, incluyendo la diversificación internacional, una competencia más sana, reformas paralelas y correcciones a las fallas de diseño contenidas en la legislación original. Ejemplos incluyen los planes en México para permitir la inversión en el extranjero a partir del 2004 y la incorporación de los trabajadores federales al esquema financiado así como los renovados esfuerzos este año en Costa Rica conducentes a abordar el tema de la sustentabilidad de su aún predominante sistema de reparto.

Lamentablemente existen también otras tendencias que van en la dirección opuesta. Hay actualmente precedentes de interferencia gubernamental y se requiere una firme voluntad política para revertir el curso en un momento en que los activos están comenzando a alcanzar dos dígitos como cuota del ingreso nacional. Los países pequeños, con bajos ingresos y cobertura enfrentan desafíos adicionales. La naturaleza de la industria, combinada con la percepción de la necesidad de imponer onerosas cargas regulatorias

durante los primeros años de operación del sistema, conduce a mercados altamente concentrados. Los costos de supervisión son más altos. Los mercados de capitales y el sector seguros son débiles. En tal contexto, un esfuerzo concertado que involucre a socios multilaterales y bilaterales sería útil en esta etapa para enfrentar problemas similares que afectan a los países con menos de un millón de afiliados.

En todos los países reformados se requiere una visión de futuro del sistema de pensión para guiar lo que a menudo puede parecer como decisiones de política reactiva y de corto plazo. Como se indicó en la introducción, la política previsional es una propuesta a largo plazo. El éxito de las reformas sistémicas se medirá en décadas. Esto resulta muy claro cuando uno ve que más del ochenta por ciento de los afiliados en los sistemas privados de pensiones de Latinoamérica es menor de 45 años y que la mitad de estos está bajo la edad de 30 años. Este último grupo jubilará en alrededor de treinta años, con acumulaciones en sus cuentas de capitalización individual. Las pensiones que puedan generar estarán determinadas en gran medida por las elecciones que se hagan en las áreas destacadas arriba.

Los defensores más efectivos de los principios básicos y sana administración de los nuevos sistemas de pensiones son afiliados bien informados y supervisores independientes. El instinto de conservación en el largo plazo también hacen de la industria de las pensiones un aliado clave (aunque con intereses egoístas que conducen a la necesidad de una supervisión efectiva). El sector académico, las organizaciones no gubernamentales y las organizaciones internacionales pueden también apoyar los esfuerzos para mejorar el sistema. Quienes tengan un interés en esto enfrentan un gran desafío en asegurar la viabilidad y éxito de los nuevos sistemas. Hablando de propuestas para permitir a los fondos de pensiones invertir en el extranjero, un sindicato líder en México ofreció el siguiente punto de vista:

“El tema que causó mayor polémica en el Congreso de la Unión durante la discusión de las reformas fue la posibilidad de la inversión de capitales en el extranjero con el argumento de la falta de dinero para impulsar el crecimiento de la economía nacional y la necesidad de invertir dinero, de preferencia de las Afores, se decía, para ocupar estos capitales en caminos, electrificación, agua potable, etc., todo ello aderezado con el concepto de soberanía. Sin embargo, la postura del movimiento obrero siempre fue en el sentido de que este tipo de inversión no está negado, la ley no lo

impide; lo que exige es que el rendimiento sea el mejor. Si hay rendimientos y seguridad para invertir en ese tipo de operaciones en bien del desarrollo de la nación, no hay nada que lo impida. Pero si frente a ello existe la posibilidad de llevar a cabo una inversión en el extranjero y el mejor rendimiento y seguridad está allá, entonces no se va a sacrificar a los trabajadores. Afortunadamente, así lo aprobó la ley, con algunos candados saludables: con la vigilancia de la CONSAR y del Congreso de la Unión.

Pero lo que hay que destacar, es que lo que el movimiento obrero no quiere es que al final de la vida laboral de un hombre, este llegue a una baja pensión y le demos una medalla por haber permitido que su dinero participara en el desarrollo del país. Pensamos que eso, siendo muy patriótico, muy soberano, muy nacionalista, no se vale, puesto que están en juego los intereses de los propios trabajadores en la edad en que no pueden ya generar mayores riquezas y han participado durante toda su vida en un sistema en donde siempre ha habido el apetito de cómo encontrar algunas utilidades tangenciales. Lo que necesitamos es que el trabajador tenga dinero suficiente para asegurarse una vida digna. Al fin y al cabo, esa es la única finalidad de un sistema de ahorro para el retiro”.

Este extracto es un ejemplo del tipo de visión a largo plazo que los partícipes requieren para asegurar el éxito del nuevo modelo. De manera más general, esta visión se puede guiar por las siguientes preguntas:

¿Qué aspecto deberá tener el sistema de pensiones cuando los trabajadores latinoamericanos jóvenes de hoy jubilen en 2033, para que se considere que el sistema ha sido exitoso? ¿Qué hitos deben alcanzarse y qué trampas evitarse con el fin de asegurar una alta probabilidad de éxito? A continuación se presenta un listado subjetivo y ciertamente incompleto de objetivos para 2033.

- Los objetivos explícitos del sistema –incluyendo objetivos globales de beneficios, dispersión aceptable de los resultados, equilibrio de CD privadas y BD públicos y objetivos de financiamiento– son comprendidos por las personas a cargo de concebir las políticas y el público en general.
- Las garantías de pensiones mínimas se vinculan a índices objetivos basados en metas claras de combate de la pobreza o reemplazados por esquemas de asistencia social con una mayor cobertura.

- Los pasivos por reparto, debidos a los esquemas públicos residuales de BD o garantías de pensiones mínimas, sean asequibles.
- Todos los trabajadores cubiertos participen en el esquema financiado.
- La cobertura general de la fuerza laboral ha aumentado en línea con el ingreso per cápita.
- El promedio de cuentas de capitalización individuales han ganado un diferencial retorno-salario de dos puntos porcentuales o más durante cualquier subperíodo de 20 años.
- La proporción de cargos para un trabajador de carrera completa es inferior al 15 por ciento.
- No se han infringido los derechos de propiedad a través de procesos expropiatorios.
- No se han producido quiebras de fondos de pensiones ni grandes sacadas de apuros gubernamentales.
- Una significativa diversificación de riesgos de país específico.
- Una significativa diversificación en inversiones en valores domésticos privados.
- La mayoría de los trabajadores tiene una comprensión razonable de sus opciones en cuanto a proveedores y portafolios de inversiones y son capaces de comparar precios.
- Los supervisores son institucionales y financieramente independientes y no están en deuda con la rama ejecutiva del gobierno.
- La suma de la deuda implícita por concepto de pensiones y la deuda convencional explícita es inferior a lo proyectado con anterioridad a la reforma.
- Una mayoría de la población votante rechazaría propuestas para volver al antiguo modelo de sistema de pensiones.

Estas son metas alcanzables. Si se logran, el nuevo modelo de provisión de pensiones iniciado en Latinoamérica tiene muchas probabilidades de éxito. En las próximas décadas, será adoptado por un creciente número de países en todo el mundo en donde los reformadores se enfrentarán con desafíos similares. Aunque el resultado no es certero, y teniendo en cuenta que surgirán casos de pobre implementación, existe una buena posibilidad de que el nuevo modelo pueda en definitiva ser exitoso en aquellas áreas en las que el antiguo modelo fracasó.

ANEXOS

Cuadro A N° 1
PARÁMETROS UTILIZADOS PARA LAS SIMULACIONES
DE LA SECCIÓN 3 (2003)

	Argentina	Chile	Colombia	Costa Rica
Edad de jubilar				
Hombres/Mujeres	65/60	65/60	62/60	62/60
Primer tramo				
Pensión mínima	-	20 - 25%	50%	20%
Pensión básica (% remuneración promedio)	28% + 1%/año >30 años	-	-	-
Años de calificación	30	20	25	20
Segundo tramo				
Tipo	-	-	-	DB
Tasa de devengo (% remuneración)	-	-	-	60% + 1% año >20 años
Tercer tramo				
Contribución (% remuneración)	6%	10 + 2,3%	12%	4,25%
Tope (% remuneración promedio)	580%	311%	1.000%	None
Contribuciones a la Seguridad Social				
Empleador	22 - 31%	5,06 - 11,86%	23,5 - 31,8%	27%
Empleado	17%	19,3%	8,125%	11,75%
Pensionado/a (% remuneración/ ingresos)	3%	-	-	-
Impuesto a la renta personal				
Renta exenta	41%	18%	260%	26%
Umbral tasa máxima (% remuneración promedio)	1.210%	213%	1.040%	39%
Número de tasas	6	5	4	2
Tasas (rango) (% ingreso)	9-35%	5-35%	10-35%	10-15%

Continuación Cuadro A N° 1

República Dominicana	El Salvador	México	Perú	Uruguay
60	60/55	65/60	65	60
				Edad de jubilar Hombres/Mujeres
40%	32%	23%	25%	20%
-	-	-	-	-
				Primer tramo Pensión mínima Pensión básica (% remuneración promedio)
30	25	25	20	35
				Años de calificación
-	-	-	-	DB
-	-	-	-	50% + 0,5%/año
				Segundo tramo Tipo Tasa de devengo >35años (% remuneración)
8%	10% + 3%	6,5% + 5,5% del salario mínimo	8 + 3,51%	7,5-15%
				Tercer tramo Contribución (% ingresos)
1.050%	164%	642%	Ninguno	570%
				Tope (% remuneración promedio)
14,12%	14,25%	21-30,65%	13,5%	22,5%
5,88%	9,25%	4,875%	10-21,2%	15%
-	7,8%	-	4%	-
				Contribuciones a la seguridad social Empleador Empleado Pensionado (% remuneración/ ingresos)
185%	102%	Sistema de crédito	17%	51%
				Impuesto a la renta personal Renta exenta
463%	614%	-	203%	850%
				Umbral de tasa máxima (% remuneración promedio)
3	3	7	5	6
15-25%	10-30%	3-35%	10-35%	2-11%
				Número de tasas Tasas (rango) (% ingreso)

Fuente: Whitehouse (2003).

Cuadro A N° 2
LÍMITES AL PORTAFOLIO DE INVERSIONES
POR INSTRUMENTO, 2002

	Deuda Gobierno	Valores locales	Valores extranj.	Depósitos efectivo y a plazo	Renta fija	Renta variable
Argentina	80	100	20	30	100	60
Bolivia	100	100	50	40	100	75
Chile	50	100	20	50	85	40
Colombia	80	100	10	20	100	38
Costa Rica	90	40	25	40	100	20
República Dominicana	10	100	0	60	100	30
El Salvador	100	100	0	40	100	5
México	100	100	20	10	100	0
Nicaragua	50	100	30	50	100	10
Perú	40	100	10	30	100	35
Uruguay	90	70	0	30	100	0

Fuentes: Salomon Smith Barney (2002).
 Límites para Chile suponiendo el Portafolio C.

Cuadro A N° 3
LÍMITES AL PORTAFOLIO DE INVERSIONES
POR TIPO DE ACTIVO, 2002

País	Estatal		Privado										Extranjero	
	Gobierno		Instituciones Financieras				Empresas		Otros		Bonos		Fondos Mutuos	
	Central	Local	Depósito de Efectivos y a plazo	Bonos	Letras Hipotecarias	Bonos	Acciones	Fondos Mutuos	Derivados	Bonos	Acciones	Fondos Mutuos	Acciones	Fondos Mutuos
%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Argentina	50,0	30,0	30,0		40,0	60,0	20,0	20,0	20,0	2,0	10,0	10,0	10,0	
Bolivia	100,0	10,0		50,0	50,0	45,0	40,0	10,0	10,0				50,0	
Chile	50,0		50,0		50,0	70,0	40,0	25,0	25,0	25,0	20,0	10,0	10,0	
Colombia	50,0	20,0	2,0	40,0	40,0	30,0	30,0	5,0	5,0					
Costa Rica	70,0			5,0	70,0	30,0				20,0				
República Dominicana			60,0		50,0	70,0	30,0							
El Salvador	80,0		40,0		15,0	50,0	5,0							
México														20,0
Nicaragua	50,0		50,0		30,0	50,0	10,0							30,0
Perú	60,0		30,0	25,0	40,0	40,0	35,0	15,0	15,0	5,0			7,5	
Uruguay	60,0		30,0	30,0	20,0		25,0							0,0

Cuadro A N° 4
LÍMITES AL PORTAFOLIO DE INVERSIONES
EN MÉXICO, 2002

Categoría	%Portafolio de Inversión	Límite por Emisor
AAA	100%	5%
AA	35%	3%
A	5%	1%

Cuadro A N° 5
LÍMITES DE INVERSIÓN POR EMISIÓN, 2002

Límites de Portafolio en México, 2002									
	Gobierno Local	Depósito a plazo	Bonos Rentas Fijas	Letras Hipotecarias	Bonos	Acciones	Fondos Mutuos	Bonos "FOR"	Acciones "FOR"
	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Argentina	4,0	50,0		5,0	5,0	2,5		2,5	2,5
Bolivia			10,0		10,0	10,0			
Colombia					7,0	5,0			
Costa Rica					10,0				
República Dominicana						10,0	5,0		
El Salvador					6,0	5,0			
México									
Nicaragua					10,0	10,0	5,0		
Perú						7,5	3,0		
Uruguay					3,0	3,0			

Cuadro A N° 6
ELECCIÓN DE PROVEEDOR, PORTAFOLIO
Y MODALIDAD DE BENEFICIO

	Normas para cambio de proveedor	Número de opciones de portafolio	Elección de modalidad de beneficio
Argentina	Cada 4 meses	Una	RP, RVD, RV, AV
Bolivia	Luego de 12 contribuciones	Una	RV, AV
Colombia	n.d.	Una	RP, RVD, RV
Chile	Cada 2,5 meses	Cinco	RP, RVD, RV
Costa Rica	Pasados 12 meses	Una	RP, RV
República Dominicana	Anual	Una	RP, RV
El Salvador	Cada seis meses	Una	RP, RVD, RV
México	Anual	Una ¹	RP, RV
Nicaragua	Luego de 12 contribuciones	Una ¹	RP, RV, RP con RV
Perú	Luego de 6 contribuciones	Una	RP, RVD, RV
Uruguay	Luego de 6 contribuciones	Una	RV

Fuente: AIOS.

¹ Opciones adicionales de portafolio previstas en reglamentos.

² RP = retiro programado; RVD = renta vitalicia diferida/ pago temporal; RV = renta vitalicia ; AV = anualidad variable

³ Se espera introducir la anualidad variable en Chile en 2004.

Cuadro A N° 7
AGENCIAS RESPONSABLES POR LA
DETERMINACIÓN DE LA INVALIDEZ

País	Agencia
Argentina	3 agencias: Comisión Médica, Seguridad Social. Comisión Médica de los Tribunales Nacionales financiada por las compañías de seguros.
Bolivia	2 agencias: Comisión Médica, CM Central
Chile	2 agencias: Comisiones Médicas Regionales, CM Nacional
Colombia	1 agencia: Comisión Calificadora (Caja Costaricense de Seguridad Social)
Costa Rica	2 agencias: Com. Médicas Regionales, Comisión Nacional
República Dominicana	2 agencias: Comisiones Médicas Regionales, Comisión Nacional
El Salvador	1 agencia bajo la autoridad del Supervisor de Pensiones Privadas.
México	1 agencia: Instituto Mexicano de Seguridad Social (IMSS)
Perú	2 agencias: Comité de AFP, Supervisión

Fuente: Gruschka (2003).

Cuadro A N° 8
NIVELES DE BENEFICIOS POR INVALIDEZ EN
PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA

País	Beneficio en términos del ingreso promedio	Período de referencia usado para calcular el ingreso promedio
Argentina	Regular: 70%. Reducido: 50%	5 años
Bolivia	70% (más 10% a la cuenta individual para la vejez)	último salario
Chile	Empleados: total: 70%, parcial: 50% Trabajador indep.: total: 50%, parcial: 35%	10 años reajustados por inflación
Colombia	Relacionado con proporción de invalidez.	n.d.
Costa Rica	60% más 0.0835% para cada contribución mensual por sobre 240	60 meses (mejores 4 años reajustados por inflación y crecimiento de salario)
República Dominicana	Total: 60%, Parcial: 30%	3 años (reajustados por inflación)
El Salvador	Total: 70%, Parcial: 50%	10 años
México	35% (incluyendo subsidios familiares)	500 semanas
Perú	Total: 70%, Parcial: 50%	3 años (reajustado por inflación)
Uruguay	Total: 65%, Parcial: 65% (máximo de 3 años)	10 años

Fuente: Gruschka (2003).

Cuadro A N° 9
EXIGENCIAS DE CONTRIBUCIONES PARA
BENEFICIOS POR INVALIDEZ EN PAÍSES
SELECCIONADOS DE LATINOAMÉRICA

País	Requisitos
Argentina	30 meses en los últimos 3 años o beneficio reducido con 18 meses.
Bolivia	60 contribuciones, al menos una en el último año y/o 18 en los últimos 3 años.
Chile	Empleados: 1 contribución en el último año y seis meses en el año anterior. Trabajador Independiente, el mes anterior.
Colombia	26 semanas en el año anterior a la última contribución.
Costa Rica	36 contribuciones mensuales, la primera antes de la edad de 55 años.
República Dominicana	No especificada (se asume que inmediata).
El Salvador	36 contribuciones mensuales, mujeres menores de 55 años y hombres menores de 60.
México	250 semanas.
Perú	3 consecutivas en los últimos 4, 4 no consecutivas en los últimos 6 meses, excluyendo enfermedades preexistentes al tiempo de afiliarse.
Uruguay	2 años, incluyendo 6 meses inmediatamente anteriores a la invalidez.

Cuadro A N° 10
TASA REAL BRUTA ANUAL DE RETORNO
EN CUENTAS INDIVIDUALES

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Prom. Pnd.	Desv. Estd.
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
EE.UU.	16,2	3,2	8,7	-2,0	22,7	10,7	18,8	20,4	12,9	-6,8			10,1	9,8
Japón	5,8	0,5	10,3	-1,3	12,4	5,3	3,6	-1,6	21,1	-4,5			4,9	7,7
Australia	19,1	3,8	23,0	-5,9	12,6	7,0	15,4	13,4	7,1	1,1			9,4	8,7
Suiza	3,5	5,4	13,5	-0,5	8,2	9,8	16,1	9,4	8,3	1,5			7,4	5,2
Reino Unido	13,2	14,9	23,6	-5,9	16,4	7,9	13,2	12,1	18,6	-5,6			10,4	9,7
Suecia	7,5	8,9	26,2	-3,8	14,4	22,4	18,0	16,2	27,7	1,7			13,6	10,4
Argentina					17,8	19,8	14,4	-2,1	18,1	3,9	-10,4		8,2	11,8
Bolivia						1,3	8,8	13,2	11,1	11,1	16,0	15,8	10,9	5,5
Colombia					14,4	15,8	11,7	9,5	11,7	7,8	10,5	9,7	11,4	2,6
Chile	29,7	3,0	16,2	18,2	-2,5	3,5	4,7	-1,1	16,3	4,4	6,7	3,0	8,1	9,5
El Salvador									12,9	12,6	9,2	5,2	9,9	3,6
México								6,5	13,7	7,7	17,9	11,0	11,3	4,6
Perú				8,6	5,6	5,8	11,1	-4,8	18,7	-3,3	10,9	12,9	7,0	7,5
Uruguay ²							4,9	7,3	11,3	10,1	19,3	24,8	15,4	7,6

Fuentes: Surveys, Phillips & Drew (2002); AIOS (2002).

Cuadro A N° 11
TASA REAL BRUTA DE RETORNO EN LAS
CUENTAS INDIVIDUALES DESDE EL INICIO

	Tasas reales de retorno por pensiones %	Desviación estándar %	Tasas reales de depósitos bancarios %	Desviación estándar %	Diferencia pensión menos depósito bancario %
Argentina	8,2	11,8	9,2	3,8	-1,0
Bolivia	10,9	5,5	6,5	2,7	4,4
Colombia	11,4	2,6	5,4	2,0	6,0
Chile	8,1	9,5	4,5	2,0	3,6
México	11,3	4,6	-3,1	2,0	14,4
Perú	7,0	7,5	6,0	3,2	1,0
Uruguay	15,4	7,6	6,5	5,4	8,9

Fuentes: AIOS (2002); encuesta: estadísticas FMI IFS.

Cuadro A N° 12
EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DE LOS FONDOS DE
PENSIONES COMO UN PORCENTAJE DEL PIB

	1997 %	1998 %	1999 %	2000 %	2001 %	2002 %
Argentina	2,9	3,4	5,4	7,0	7,9	
Bolivia	2,1	4,1	7,4	10,0	12,4	15,5
Colombia	1,3	1,9	3,0	4,2	5,3	7,3
Chile	46,0	39,6	51,2	53,9	52,7	51,9
Costa Rica				2,2	3,3	4,2
El Salvador		0,5	2,2	4,3	5,6	7,4
México			2,4	3,0	4,2	5,2
Perú	2,6	3,3	4,9	5,2	6,6	7,1
Uruguay	0,8	1,5	2,6	3,9	6,0	

Fuentes: Salomon-Smith Barney (2002); respuestas a encuestas.

Cuadro A N° 13
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE CONTRIBUYENTES
(EN MILES)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	3.074	3.459	3.483	3.280	2.562	3.027
Bolivia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	438	420
Colombia	1.296	1.517	1.776	1.916	2.111	2.244
Chile	3.296	3.149	3.262	3.196	3.450	3.423
Costa Rica						702
República Dominicana						
El Salvador	n.d.	570	736	848	920	993
México	10.961	11.551	12.331	12.982	12.587	12.640
Perú	728	903	1.016	1.019	1.125	1.168
Uruguay	287	290	315	312	326	271
Total	19.735	21.535	23.075	23.755	23.809	24.884

Fuentes: Salomon-Smith Barney (2002); encuesta; SUPEN.

Cuadro A N° 14
EVOLUCIÓN DE LAS COMISIONES COMO
UN PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	%	%	%	%	%	%
Argentina			6,7	4,6	3,0	4,2
Bolivia					1,5	1,6
Colombia	5,8	4,8	3,8	3,0	2,6	
Chile	1,8	2,0	1,5	1,3	1,3	1,2
Costa Rica						2,1
El Salvador			29,8	15,6	10,0	9,5
México			2,7	0,9	3,2	2,5
Perú	6,4	5,9	4,2	5,0	4,0	3,8
Uruguay			3,8	2,3	1,9	2,6

Fuentes: AIOS, Salomon Smith Barney (2002)

Cuadro A N° 15
EVOLUCIÓN DE LAS COMISIONES POR CONTRIBUYENTE EN US\$

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina			292	275	247	144
Bolivia					23	24
Colombia	54	57	52	52	54	n.d.
Chile	182	175	152	148	125	120
Costa Rica						40
El Salvador			110	105	85	99
México			38	19	103	90
Perú	132	113	99	136	130	130
Uruguay			64	56	59	78

Fuentes: AIOS (varios años).

Cuadro A N° 16
FUERZA DE VENTAS POR CADA 1.000 CONTRIBUYENTES

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	4,7	6,6	6,4	4,3	3,4	3,6	4,4	3,0
Colombia			3,7	3,5	3,0	2,9	2,4	1,8
Chile	5,2	5,7	5,3	2,0	1,2	0,9	0,8	0,8
El Salvador				2,2	1,1	1,0	0,6	0,4
México			5,8	1,3	0,9	1,0	0,9	1,0
Perú		6,0	4,2	3,3	1,7	1,0	0,8	0,7
Uruguay								0,3

Fuente: AIOS (varios).

Cuadro A N° 17
NÚMERO DE TRASPASOS POR CADA 1.000 CONTRIBUYENTES

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	145	246	318	120	95	122	161	109
Bolivia								4
Colombia			108	54	65	102	73	40
Chile	449	503	479	221	150	80	68	30
El Salvador					40	156	89	33
México				0	4	7	8	10
Perú			119	44	28	5	6	4

Cuadro A N° 18
EXIGENCIA DE CAPITAL MÍNIMO Y RESERVAS

	Capital mínimo US\$	Reservas en garantía % del fondo
Argentina	3.000.000 ¹	2%
Bolivia	1.500.000	n.d.
Colombia	2.302.000	1%
Chile	117.500 ²	1%
Costa Rica	827.000	Ninguno
República Dominicana	471.900	
El Salvador	59.150	hasta 3% ¹
México	2.300.000 ²	n.d.
Perú	n.d.	n.d.
Uruguay	475.200 ¹	2%

Fuente: Devesa-Carpio y Vidal Melia (2002).

¹ Actualmente fijado en 1,5%.

² Además, \$366.000 por cada SIEFORE más una reserva especial de la cantidad que resulte mayor entre US\$2,3 millones o 1,65 veces el valor en riesgo (VAR).

Cuadro A N° 19
REFORMAS PARAMÉTRICAS EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA

	Edad de jubilar (h/m)		Tasa de contribución%		Mínimo de años #	
	Pre-reforma	Post-reforma	Pre-reforma	Post-reforma	Pre-reforma	Post-reforma
Argentina	55/60	60/65	27	27	20	30
Colombia	55/60	57/62	8	13,5-14,5	500 sem.	1000 sem.
Costa Rica	62/60	62/60	7,25	11,5	20 años	20 años
República Dominicana	60/60	60/60	6,25 ²	10	800 sem.	30 años
El Salvador	55/60	55/60	8	13	15	25
México	65/65	65/65	15,5	16,5-21	500 sem.	25 años
Nicaragua	60/60	65/60	5,25	10,5	750 sem.	25 años
Perú	55/60	65/65	9	13,3	15/13	20 ¹
Uruguay	55/60	60/60	27,5	27,5		

Fuente: Adaptado de Jiménez y Cuadros (2003) y otras fuentes oficiales;

¹ servidores públicos.

² basado en una combinación prorrateada para salud y pensiones.

Cuadro A N° 20
DETALLE DE LÍMITES DE PORTAFOLIO PARA
EL RÉGIMEN DE ‘MULTIFONDOS’ EN CHILE

Instrumento	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
Estatal	40	40	50	70	80
Depósitos a plazo, bonos, etc.	40	40	50	70	80
Letras de crédito	40	40	50	60	70
Bonos de empresas (de todo tipo)	30	30	40	50	60
Acciones	60	50	30	15	No elegible
Fondos de inversión/mutuos	40	30	20	10	No elegible
Efectos de comercio	10	10	10	20	30
Títulos extranjeros (total)			20		
Otros autorizados por el Banco Central	1-5	1-5	1-5	1-5	1-5
Operaciones de cobertura permitidas					
Divisas no cubiertas	37	22	18	13	9
Préstamos	15	10	5	5	5

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Adaptado de Jiménez y Cuadros (2003).

Cuadro A N° 21
RELACIÓN ENTRE SALARIO MÍNIMO, UMBRAL
DE POBREZA URBANA E INGRESO PER CÁPITA
EN PAÍSES SELECCIONADOS, 1999

	(1) Límite de extrema pobreza urbana	(1/3) %	(2) Salario mínimo <i>US\$, anualizado 1999</i>	(2)/(3)	(3) Ingreso per cápita
Argentina	859	12	2.400	32	7.435
Bolivia	336	35	668	70	960
Chile	491	10	1.957	38	5.129
Colombia	448	20	1.669	74	2.268
Costa Rica	450	12	2.609	72	3.625
República Dominicana	505	20	1.884	76	2.479
Ecuador	232	16	630	45	1.404
El Salvador	402	23	1.465	84	1.737
México	682	15	1.027	22	4.583
Nicaragua	316	67	n.d.	n.d.	471
Uruguay	677	11	1.063	18	5.930
Promedio	491	22	1.537	53	3.275

Fuente: Adaptado de Jiménez y Cuadros (2003) y Palacios (2003). Nota: las cifras anualizadas no incluyen el pago de un mes 13.

CUADRO A Nº 22
METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DE
LAS TASAS DE RETORNO INFORMADAS

Argentina	Ambos cálculos son un cálculo de retornos nominales y son el resultado de la variación promedio individual de las acciones durante el periodo de retorno. El valor promedio individual por acción se basa en los valores de cierre diarios y el número de días hábiles en el mes. El valor de retorno nominal mensual toma los valores individuales de las acciones para el mes en curso y el mes anterior en tanto que el retorno anual tomará en cuenta el último mes y el primer mes en el último período de doce meses bajo consideración.
Bolivia	Las acciones individuales no se calculan sobre la base de un promedio sino solamente sobre el último y primer valor de las acciones en el período de referencia. Una vez que dicho valor es calculado, se anualiza para obtener la cifra anual. El sistema boliviano sí calcula los retornos reales y nominales. El cálculo de los retornos reales deflacta los ingresos nominales de acuerdo con las cifras del IPC.
Chile	Las tasas de retorno mensuales, tanto nominales como reales se calculan en función de los valores individuales promedio de las acciones durante el periodo considerado. El cálculo nominal toma en cuenta los valores promedio de las acciones individuales del mes en curso y del mes anterior. El cálculo de los retornos reales toma en cuenta los valores IPC.
Colombia	En este caso, se calculan los retornos diarios anualizados y pendientes promedio de los últimos 36 meses. El retorno diario se calcula como una proporción del valor inicial que es posteriormente anualizado, de tal manera que el punto de referencia es el valor inicial del fondo al inicio de las operaciones. El cálculo de los retornos de los últimos 36 meses es simplemente el cálculo TRI de los flujos de caja de ese periodo.
Costa Rica	En este caso la variación del valor de las acciones individuales se basa en el precio de cierre de cada día del mes (fines de semana y feriados inclusive). Dado que pocos instrumentos operan sobre una base de 365 días al año, el promedio debe basarse en 30 días calendario. Se computan tanto los cálculos nominales como reales.
El Salvador	Se calcula el retorno mensual nominal en función del promedio del valor individual de las acciones entre los meses relevantes. El valor promedio de la acción se calcula sobre la base de los días calendario en el mes. Se calcula tanto el valor nominal mensual de retornos como el del actual período de 12 meses.
México	En este caso, se opera sobre la base de la variación del valor de las acciones en el fondo de pensiones. El valor de cada acción se obtiene encontrando el valor de capital de cada acción (Activos/pasivos) / # acciones). Se mantienen registros de los Retornos Nominales Diarios, Nominales Acumulados y Reales. Los Retornos Reales toman en cuenta la tasa de inflación.
Perú	Los retornos se calculan mediante la variación mensual del valor de las acciones individuales durante el periodo en consideración. El valor de retorno nominal se calcula primero y luego se usan los valores IPC para determinar los resultados reales. El valor mensual promedio de las acciones se obtiene utilizando el valor de cierre mensual. Los cálculos de retornos reales se computan para períodos de 12, 24, 36 y 48 meses.
Uruguay	Los retornos se calculan sobre la base de la variación del valor promedio de las acciones en el período en consideración. La base para el cálculo del promedio es el número de días hábiles en el mes. El retorno anual nominal se calcula usando el mes actual y el período de 12 meses de retornos inmediatamente anterior. El retorno real se calcula factorizando el crecimiento del salario en el periodo en consideración.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACUÑA R. (2003) “*The reformed pension system in El Salvador*”, *Pension reform primer working paper series*, World Bank.
- AIOS (2002) *Boletín Estadístico*, Número 7, junio.
- AIOS (1999) “*Análisis de Rentabilidad de los Fondos de Pensiones*”, publicado en *Revista Internacional de Fondos de Pensiones*, Nº 1.
- ARENAS DE MESA A. Y P. GANA CORNEJO (2001), “*Reforma de los sistemas de pensiones y los desafíos de la dimensión del género*”, CEPAL, Santiago de Chile.
- ARIZTÍA, J. (2002) “*Análisis Tema Supervisión Previsional*”, presentación en la conferencia “*Regulación de los Sistemas de Pensiones de Capitalización Individual: Visiones de los Sectores Público y Privado*”, Lima, Perú, diciembre 2002.
- ARRAU, P. Y S. VALDÉS-PRIETO (2001) “*Para desconcentrar los fondos de pensiones y aumentar la competencia en su administración*”, *El Kybalion económico* (www.elkybalion.cl).
- ASOCIACIÓN DE AFP (CHILE) (2003) “*Multifondos: Resultados y Tendencias*”, Volumen I.
- AYALA, U. (2000) “*Colombian Pension Reforms*”, mimeo.
- AZUARA, O. (2003) “*The Mexican Defined Contribution Pension System: Perspective for Low Income Workers*”, *Oficina del Economista Jefe*, Banco Mundial.
- BANCO DE PREVISIÓN SOCIAL (2000), “*Estadísticas de Previsión Social*”, Montevideo.
- BERTRANOU, F., CARLOS GRUSCHKA Y WALTER SHULTHESS (2000) “*Proyección de responsabilidades fiscales asociadas a la reforma previsional en Argentina*”. Santiago de Chile, CEPAL, 2000.
- BERTRANOU, F. Y A. ARENAS DE MESA (eds.) *Protección Social, Pensiones y Género: En Argentina, Brasil y Chile*, *Oficina Internacional del Trabajo*, Santiago, 2003.
- BUCHELI, M. (1999) “*Los efectos de la reforma en las cuentas generacionales*”, en *Forteza* (ed). *La Reforma de la Seguridad Social en Uruguay: efectos macroeconómicos y mercados de capitales*, Universidad de la República, Uruguay.
- CASTIGLIONI, R. (1993) “*The Politics of Retrenchment: The Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973-1990*” en *Latin American Politics and Society*.
- CATALÁN, MARIO (2003) “*Pension and Corporate Governance Reforms: Are They Twins?*”, *Johns Hopkins University, Department of International Economics (SAIS)*.

- CIFUENTES, R. Y FELIPE LARRAÍN B. (1998) “*The Current Status of Pensions Systems in Central America: An Assessment*”, *Harvard Institute for International Development, Discussion Paper Series N° 647*.
- COLINA, J. L. RONCONI Y M. TOMMASI (2002) “*Problemas para la expansión del grado de cobertura en el sistema reformado de pensiones Argentino*”, *Centro de Estudios para el Desarrollo Institucional (CEDI)*.
- CORBO V. Y K SCHMIDT-HEBBEL (2003) “*Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile*”, *estudio presentado en la Conferencia de la Federación Internacional de Asociaciones de Pensiones, Cancún, México, mayo 2003*.
- CORSETTI, G. Y SCHMIDT-HEBBEL K. (1994) “*An endogenous growth model of social security and the size of the informal sector*”, *Policy Research Working paper N° 1471, Banco Mundial*.
- COTTANI, J. Y GUSTAVO DEMARCO (1998) “*The Shift to a Funded Social Security System: The Case of Argentina*”, en *Martin Feldstein (ed.) Privatizing Social Security, NBER, Cambridge*.
- DAVIS, J.R. OSSOWSKI, T. RICHARDSON Y S. BARNETT (2000) “*Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization*”, *IMF Occasional Paper 194, Washington D.C.*
- DEVESA-CARPIO J. Y C. VIDAL MELIA (2002), “*The Reformed Pension Systems in Latin America*”, *Pension Reform Primer working paper series, Banco Mundial*.
- EDWARDS, S. (1998) “*The Chilean Pension Reform: a Pioneering program*”, en *Martin Feldstein (ed.) Privatizing Social Security, NBER, Cambridge*.
- EDWARDS, S. Y COX-EDWARDS (2002) “*Social Security Privatization Reform and Labor Markets: The Case of Chile*”, *NBER Working Paper N° 8924, Cambridge Massachusetts*.
- FELDSTEIN, M. (1974) “*Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Formation*”, *Journal of Political Economy* 82 (5): 905-926.
- FERREIRO-YAZIGI, A. (2003), “*Lo logrado y por lograr en los sistemas de pensiones*”, *presentación de la Conferencia Internacional de Logros y Desafíos de los Reformadores de pensiones*, Cancún, México.
- FORTEZA, A. (1999) “*Un modelo de simulación de la reforma de la seguridad social en Uruguay*”, en *Forteza (ed.) La reforma de la seguridad social en Uruguay: efectos macroeconómicos y mercados de capitales, Universidad de la República, Uruguay*.
- FUNDACIÓN DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS LATINOAMERICANAS (1999), *La Regulación de la Competencia y de los Servicios Públicos: Teoría y Experiencia Argentina Reciente, FIEL, Buenos Aires, Argentina*.
- GRUSCHKA, C. (2003) “*Disability pensions and systemic pension reforms: the Latin American experience*”, *Pension Reform Primer working paper series, Banco Mundial*.

- JIMÉNEZ, L. Y J. CUADROS (2003) “Evaluación de las reformas a los sistemas de pensiones: cuatro aspectos críticos y sugerencias de política”, *Serie Financiamiento del Desarrollo N° 131*, CEPAL.
- HARBERGER, A. (1993) “*Secrets of Success: A Handful of Heroes*”, *The American Economic Review*, Volume 83, Issue 2.
- KANE, C. (1995) “*Peru: Reforming the Pension System*”, *ESP Discussion Paper Series*, Banco Mundial, Washington D.C.
- KLEINJANS, K. (2003) “*The Colombian Pension System after the reform of 1994: an evaluation*”.
- KRUEGER, A.O. (1997) “*Trade Policy and Economic development: How we learn*”, *American Economic Review*: 87:1, 1-22.
- IGLESIAS, A. (2000) (1999b) “*Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile*”. *Revista ABANTE*, Vol. 3 N° 1, pp. 109-141.
- IGLESIAS, A. (2001) “*Chile’s Pension Reform after 20 Years*”, *Pension Reform Primer working papers series* (www.worldbank.org/pensions).
- IGLESIAS, A. AND R. PALACIOS (2000) “*Managing Public Pension Reserves: Evidence from the International Experience*”, *World Bank Pension Reform Primer working paper series*, www.worldbank.org/pensions.
- INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION (2002) *Pensiones No Contributivas y Asistenciales*, ILO, Ginebra.
- MARTINELLI, A.M. (2003) “*Benchmark de las Superintendencias de Pensiones en América Latina*, *Estudio Especial N° 2*, SUPEN, Costa Rica.
- MASTRANGELO, J. (1999) “*Políticas para la reducción de costos en los sistemas de pensiones: el caso de Chile*”, CEPAL, Santiago.
- MESA-LAGO, C. (1989) *Ascent into Bankruptcy*, University of Pittsburgh Press.
- MESA-LAGO, C. (1991) “*Portfolio Performance of Selected Social Security Institutes in Latin America*”, *Discussion Paper 139*, Banco Mundial, Washington D.C.
- MESA-LAGO, C. (2000) “*Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina*”, CEPAL, *Serie de Trabajo N° 93*, Santiago, Chile.
- MESA-LAGO, C. (2002) “*Myth and Reality of Pension Reform: The Latin American Experience*”, in *World Development*, Vol. 30, N° 9, pp. 1309-1321.
- MORERA, A.P. (2003) “*Benchmark de las Superintendencias de Pensiones en América Latina*”, *Estudio Especial N° 2*, Departamento de Estudios Especiales y Valoración de Riesgo”, SUPEN.
- MULLER, K. (2002) “*Privatizing Old Age Security: Latin America and Eastern Europe Compared*”, *Research Report*, Frankfurt Institute for Transformation Studies, Alemania.
- NETZAHUALCOYTL DE LA VEGA (2003), “*Reforma a las pensiones: una visión social*”, *discurso dictado en las reuniones anuales de la FIAP en Cancún, México, 2003*.

- OCDE (1998) *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*. París.
- OCDE (2003) “*Pension Funds Supervisory methods in Mexico*”, presentado en *Reunión sobre Metodologías de Supervisión para Pensiones Privadas*, París.
- PALACIOS, R. Y E. WHITEHOUSE (1998) “*The Role of Choice in the Transition to a Funded Pension System*”, *Pension Reform Primer working paper series*, Banco Mundial (www.worldbank.org/pensions).
- PALACIOS R. (2003) “*Pension reform in the Dominican Republic*”, *Pension Reform Primer working paper series*, Banco Mundial (www.worldbank.org/pensions).
- PALACIOS, R. Y R. ROFMAN (2000) “*Annuity Markets and Benefit Design in Multipillar Pension Schemes: Experience and Lessons of Four Latin American Countries*”, *World Bank Pension Reform Primer working paper series*, Banco Mundial (www.worldbank.org/pensions).
- PÉREZ-MONTAS, H. (2003) “*Implicaciones actuariales y experiencias regionales del seguro de invalidez*”, papel presentado en *15th Annual Conference of Social Security Actuaries and Statisticians*, International Social Security Association, September 2003.
- PHILLIPS & DREW (2002) “*Pension Fund Indicators 2001: a long term perspective on Pension Funds*”.
- ROFMAN, R. (2003) “*El sistema previsional y la crisis de Argentina*”, *Documento de Trabajo*, 7/03, Banco Mundial.
- SALES-SARRAPY, C. Y F. SOLIS-SOBERON (1998) “*Pension System Reform: the Mexican Case*” en *Martin Feldstein (ed.)*, *Privatizing Social Security*, NBER, Cambridge.
- SALOMON-SMITH BARNEY (2002) “*Private Pension Funds in Latin America*”, diciembre 2002.
- SCHMIDT-HEBBEL, K. (1999) “*Latin America’s Pension Revolution: A Review of Approaches and Experience*”, ponencia preparada para la *World Bank ABCDE Conference*, abril de 1999.
- SIANDRA, E. (1999) “*La reforma de la seguridad social y los mercados de capitales en Fortaleza (ed.)*, La reforma de la seguridad social en Uruguay: efectos macroeconómicos y mercados de capitales, *Universidad de La República, Uruguay*.
- SIANDRA, E. (1999) “*La inversión extranjera de los fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales domésticos*”, en *Fortaleza (ed.)*, La reforma de la seguridad social en Uruguay: efectos macroeconómicos y mercados de capitales, *Universidad de La República, Uruguay*.
- SOLEY, T. (2002) “*Proyección de Fondos*”, *SUPEN*, Costa Rica.
- SOLIS-SOBERON, F. (1999) “*The regulation of investments in Latin American defined contribution public pension schemes*”, OCDE, París.
- SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (2002) *El Sistema Chileno de Pensiones*, Alejandro Ferreiro Yazigi (ed.), Santiago de Chile.

- TARZAJAM (2002) “Justificación para inversión en el Extranjero de los Fondos de Pensiones de El Salvador”, mimeo.
- VALDÉS-PRÍETO (1998) “The Latin American Experience With Pension Reform”, *Annals of Public and Cooperative Economics*, 69:4, pp. 483-516.
- VALDÉS-PRÍETO (1999) “Costos administrativos en un sistema de pensiones privatizado”, *Harvard Institute for International Development, Discussion Paper N° 677*.
- VALDÉS-PRÍETO (2000) Reply to the article “Do Investment Regulations compromise pension fund performance? Evidence from Latin America”, by P.S. Srinivas and Juan Yermo, *Revista de Análisis Económico*, Vol. 14 N° 1, pp. 67-120.
- VALDÉS-PRÍETO (2002a) *Políticas y Mercados de Pensiones: un texto universitario para América Latina*, Ediciones Universidad Católica de Chile, Santiago.
- VALDÉS-PRÍETO (2002b) “Problemas en los multifondos”, en *Administración y Economía*, UC N° 48, Santiago.
- VALDÉS-PRÍETO (2002c) “Social Security Coverage in Chile 1990-2001” mimeo no publicado.
- WALLISER, J. (1999) “Regulating individual account withdrawals”, *Pension Reform Primer working paper series*, Banco Mundial (www.worldbank.org/pensions).
- WHITEFORD, P. (1995) “The use of replacement rates in international comparisons of benefit systems”, *International Social Security Review*, Vol. 48 2/95.
- WHITEHOUSE (2000) “Administrative costs in funded pension schemes”, *Pension Reform Primer working paper series*, Banco Mundial (www.worldbank.org/pensions).
- WHITEHOUSE, E. (2001) “Pension Systems in 15 Countries Compared: The Value of Entitlements”, *Discussion Paper 02/04 Centre for Pension and Superannuation*, University of New South Wales.
- WHITEHOUSE, E. (2003) “Guide to Latin American pension systems”, *manuscrito no publicado*.
- WILLIAMSON, J (2003) “The Washington Consensus and Beyond”, *Economic and Political Weekly*.
- WORLD BANK (1994) *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford Press.
- WORLD BANK (2002) “Costa Rica: a pension reform strategy”, *Washington D.C.*

SITIOS WEB

Asociación Dominicana de Administradoras de Fondos de Pensiones

<http://www.adafp.org.do>

Asociación Mexicana de Administradoras de Fondos de Retiro

<http://www.amaore.org>

Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (México)

<http://www.consar.gob.mx>

Superintendencia de AFP (Chile)

<http://www.safp.cl>

Superintendencia de Banca y Seguros (Perú)

<http://www.sbs.gob.pe/>

Superintendencia de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina)

<http://www.safjp.gob.ar>

Superintendencia de Pensiones (El Salvador)

<http://www.spensiones.gob.sv>

Superintendencia de Pensiones (Costa Rica)

<http://www.bccr.fi.cr>

Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (Bolivia)

<http://www.spvs.gov.bo>

Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones

<http://www.fiap.cl>

Asociación Internacional de Seguro Social

<http://www.issa.int>

Organización Iberoamericana de Seguridad Social

<http://www.oiss.org>

Secretaría del Trabajo y Previsión Social (México)

<http://www.stps.gob.mx>

Instituto de Normalización Previsional (Chile)

<http://www.inp.cl>