

Comentarios críticos al trabajo del Banco Mundial
“Keeping the promise of old age income security in Latin America”

FIEL

Diciembre, 2004*

Indice

	Página
I. Introducción.	1
II. Síntesis de la evaluación.	3
1. Baja cobertura.	3
2. Comisiones elevadas e injustas de las AFP.	4
3. Riesgo de confiscación del ahorro previsional por el Estado.	11
4. Resultados fiscales peores que los esperados.	12
5. Propuestas del WB.	14
III. Críticas y comentarios puntuales a cada capítulo del trabajo.	16
Referencias.	54

* Este documento fue elaborado por Daniel Artana, Juan Luis Bour y Santiago Urbiztondo, economistas de FIEL, a pedido de la FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensión). El mismo es parte del programa de investigaciones aprobado por el Consejo Directivo de FIEL, aunque las opiniones aquí vertidas no comprometen a sus patrocinantes.

I. Introducción.

El informe del Banco Mundial

En la primera mitad de este año el Banco Mundial (WB a continuación en este informe) publicó un amplio estudio sobre los resultados obtenidos a partir de las reformas previsionales encaradas en 8 países de América Latina durante la última década, a partir de la guía e inspiración de la reforma chilena en 1982.

El estudio del WB contiene 3 partes centrales, a saber:

1. Un capítulo de síntesis.
2. Once capítulos organizados temáticamente, que junto con el capítulo de síntesis conforman la parte central del documento.
3. Dieciséis documentos de apoyo (“*background papers*”) en los cuales participaron una docena de investigadores internos y externos al WB.

A lo largo del documento del WB se evalúa en particular el “pilar 1” de los nuevos sistemas previsionales, compuesto por las cuentas individuales en fondos previsionales de capitalización, llegando a conclusiones altamente críticas que señalarían el supuesto fracaso de estas reformas (y en el funcionamiento de este pilar 1 en particular) en términos de:

1. Baja cobertura (medida como porcentaje de la población económicamente activa aportante, presagiando así a mediano plazo un bajo porcentaje de habitantes en edad de jubilación con ingresos mínimos garantizados por el sistema formal).
2. Elevado e injustamente asignado costo de administración del pilar 1 (medido por medio de las comisiones netas del costo del seguro de vida e invalidez que retienen las AFP, explicado en parte por ciertas restricciones administrativas a la competencia vía menores comisiones, y en parte porque la industria de las AFP es en general un oligopolio cartelizado).
3. Insuficiente protección de los fondos previsionales frente al potencial oportunismo confiscatorio de las administraciones públicas.
4. Resultados fiscales, mejoras de equidad, etc., peores que los esperados.

En función de este análisis crítico, y combinado con algunos argumentos teóricos algo superficiales, el informe del WB elabora una serie de propuestas de reformas, no sólo sobre el “pilar 1” analizado, sino también sobre el “pilar 0” (por el cual los trabajadores tienen una prestación mínima asegurada, o una prestación igualitaria independientemente de los montos aportados según sea el país que se considere), cuyo funcionamiento al presente llamativamente no fue objeto de análisis del WB.

El contenido de este informe

En este informe se realiza una revisión crítica del documento del WB en su conjunto, con particular énfasis en su parte central.¹ Según se discute aquí, todas las conclusiones

¹ Los documentos de apoyo fueron analizados pero no se incluyen comentarios críticos sobre ellos salvo indirectamente (cuando el WB los hace propios al reflejarlos en la parte central del documento) o en caso

anteriores del informe del WB están basadas en errores conceptuales o de medición, de forma tal que (la gran mayoría de) las propuestas y sugerencias (tácitas o explícitas) que se derivan del mismo son infundadas y erróneas.

En cada una de las dimensiones anteriores, el WB comete errores del siguiente tenor:

1. Ausencia de un enfoque general e integral, con la consecuente carencia de un benchmark analítico que permita construir un escenario contrafáctico realista para evaluar las reformas, llevando a cometer reiteradas “falacias del Nirvana”.
2. Conclusiones puntuales incorrectas (rechazadas o no implicadas por la evidencia disponible, incluida de manera no sistemática en el informe del WB) o no sustentadas en evidencia alguna (que por ende son “opiniones libres”).
3. Interpretaciones sesgadas (contrarias a conclusiones igualmente razonables o factibles a partir de la información disponible incluida en el propio estudio).
4. Inconsistencias entre distintas partes del documento.

Según se observa claramente a partir de la lectura crítica del informe del WB que se realiza aquí, y en función de la magnitud de los reparos que el mismo genera, puede apreciarse que el trabajo analizado tiene varios y serios problemas e inconsistencias, y en particular se presta para una utilización poco constructiva, como de hecho ya se verifica en varios artículos periodísticos en distintos países de la región, en los cuales el informe del WB se utiliza para “decretar el fracaso de las reformas previsionales de los años 1990s en América Latina”. Ello es así a pesar de que los documentos de apoyo frecuentemente contienen análisis puntualmente correctos, ya que a menudo éstos no son apropiadamente reflejados ni tampoco integrados coherentemente en el texto principal, tanto en cada capítulo como particularmente en la síntesis.

Corresponde también observar la información de base utilizada por el WB. A pesar de citar una extensa bibliografía, el informe del WB ha omitido revisar estudios muy relevantes que hubieran calificado algunas de sus conclusiones. Por ejemplo, ignora trabajos publicados por el BID a fines de los años 1990 sobre el comportamiento del ahorro nacional en la región. De igual modo, en la descripción de la experiencia acumulada en cada país, no siempre se han ponderado suficientemente (o mínimamente) observaciones de terceros investigadores y especialistas, frecuentemente en contraste con cifras e interpretaciones incluidas en el informe del WB. Por ejemplo, al considerar la descripción y análisis del caso argentino en particular, llama la atención la falta de citas de estudios realizados por distintos especialistas locales, descansando el informe del WB al respecto plenamente en un informe de apoyo comisionado a Rofman (2002) cuyo alcance temático se limita a considerar la crisis reciente sin indagar sobre las lecciones (ni aportes analíticos) derivadas (al respecto) de la experiencia previa. En el caso de Chile, mucho más explorado por el informe del WB, tampoco se hace referencia a documentos que aportan información claramente contradictoria con el informe del WB, en materia del costo de administración del sistema en la primer década en particular (por ejemplo, Primamérica Consultores (1995)).

de que no estén correctamente reflejados en el texto principal. La crítica, en definitiva, se centra en las cifras e interpretaciones que aparecen (o se omiten) en el documento central.

La organización de este documento es la siguiente. En la sección II se sintetizan las críticas centrales al informe del WB, en cada una de sus dimensiones analíticas centrales. En la sección III, se procede al análisis más detallado de cada capítulo individual del documento principal (síntesis y capítulos 1 a 11), base para la construcción de la sección II que ordena y sintetiza la evaluación realizada por FIEL.

II. Síntesis de la evaluación.

1. *Baja cobertura*

La primera crítica al informe del WB es la falta de un enfoque integral en materia de cobertura. A nivel conceptual, el cambio desde un sistema de reparto hacia uno de capitalización debería aumentar la cobertura porque mejora la correspondencia entre aportes y beneficios previsionales, reduciendo el componente impositivo implícito en el sistema e incrementando por ende la participación voluntaria. Sin embargo, las reformas en la región han modificado otros parámetros que también influyen en la decisión de aportar o no al sistema. Entre otros factores, la cobertura también depende de la evolución de la presión impositiva sobre el empleo formal (objetivo fiscal), de la situación social (pobreza, desempleo y composición de la demanda laboral, exógenos a la reforma previsional), del incremento en la edad de jubilación (objetivo fiscal y de sostenibilidad del sistema), del cambio en los requisitos mínimos para acceder a beneficios previsionales (contributivos o no contributivos, dañando en el primer caso la correspondencia deseada y en ambos casos desalentando la participación voluntaria de quienes antes aportaban porque esperaban recibir en la vejez subsidios implícitos que dejaron de estar disponibles, pero necesarios para aliviar el problema del fraude y la inequidad horizontal del viejo sistema), etc., aspectos que en general podrían explicar menores niveles de cobertura post-reformas previsionales en la región.

Tampoco se toma explícita y claramente en cuenta que, aún sin una reforma previsional que introdujera un componente de capitalización, el abuso de los sistemas de reparto (PAYG) previo a las reformas (que artificialmente lograban relativamente elevadas tasas de cobertura porque en buena medida se otorgaban beneficios, en los hechos, no contributivos) los tornaba inviables y por ende requería cambios que llevarían, *ceteris paribus*, a caídas en las tasas de participación.

En definitiva, en los ocho casos analizados en el informe del WB varias de las reformas realizadas podían producir una caída en la cobertura, que más que compensara el efecto positivo que se esperaba al relacionar los beneficios a los aportes realizados. Sin embargo, **la evidencia empírica incluida en el informe del WB muestra que la reforma tuvo un impacto positivo, pero pequeño sobre la cobertura**, lo cual debió llevar a una conclusión menos pesimista sobre las bondades de la reforma previsional en esta materia.

Por otra parte, en el informe del WB tampoco se analizó qué ocurrió en países que mantuvieron dos regímenes distintos –capitalización y reparto–, tal como es el caso de la Argentina. De haber hecho esto último, el WB habría advertido que la relación aportante/afiliado (útil para captar una dimensión importante del problema de cobertura) actualmente es menor en el régimen de reparto que en el de capitalización (partiendo

desde un nivel inicial muy superior al momento de la reforma), a pesar de que distintos factores estructurales (edad de los afiliados, por ejemplo) llevarían a esperar una situación inversa, todo lo cual indica que el régimen de las AFJP, en un mismo escenario macroeconómico y social, fue relativamente eficaz para lograr mayor cobertura previsional.

Así, no es cierto que falló la predicción de que al pasar de un sistema PAYG a uno de capitalización la cobertura aumentaría al mejorar los incentivos a aportar, como señala el informe del WB; tal predicción, correctamente planteada, supone un “*ceteris paribus*” (por ejemplo, sobre el número de años con aportes requeridos, nivel general de pobreza y desempleo, etc.) que el trabajo no menciona ni analiza.

El informe del WB tampoco define adecuadamente el problema a resolver. La baja cobertura previsional en América Latina es claramente anterior a las reformas, cualquiera sea la medida adoptada, pero sería más apropiado considerar a la población activa ocupada no pobre como base (en vez de tomar toda la población económicamente activa como hace el WB). En efecto, la desocupación y la pobreza pueden considerarse exógenas al sistema previsional existente, y no es razonable esperar (o exigir) que un sistema previsional formal induzca a que los desocupados y la población por debajo de la línea de la pobreza realicen ahorros “voluntarios” para la vejez (“voluntarios” porque el castigo a la informalidad es relativamente bajo en estos países). Por este motivo, es absolutamente inapropiado concluir sobre la baja cobertura en base a una comparación con los países de la OCDE, como hace el WB. Concretamente, dado el elevado porcentaje de la población por debajo de la línea de pobreza y/o desocupados y subocupados (con niveles muchas veces crecientes en una u otra dimensión durante la segunda mitad de los 1990s) en varios de los países de la región, la adopción de esta base alternativa llevaría a obtener resultados de cobertura algo menos frustrantes (amén de ser corregibles parcialmente por medio de adaptaciones en el diseño de los nuevos sistemas previsionales).

El informe del WB también incluye comentarios que son inconsistentes entre sí y ello descalifica la calidad técnica del trabajo. Por ejemplo, al tiempo que en la sección referida a cobertura se cuestiona que la misma sea baja, en otra parte del informe se postula que podría ser inconveniente que los aportes a las cuentas de capitalización sean obligatorios debido a que “la preferencia revelada” de los afiliados (en Chile y Perú) indica que éstos cuentan con fuentes alternativas de ahorro previsional o destinos de consumo más atractivos, sin mediar miopía alguna de su parte. En otras palabras, el WB critica la baja cobertura del sistema formal pero dice que tal cobertura no es necesaria ni deseada por los trabajadores.

2. Comisiones elevadas de las AFP

El informe del WB tiene una visión claramente negativa sobre las comisiones de las AFP. Sin embargo, en el análisis de este tema no se provee evidencia que permita llegar a esta conclusión; en verdad, analizando la información incluida en el mismo informe del WB se puede llegar exactamente a la conclusión opuesta.

Existen varios problemas conceptuales y empíricos en el informe del WB. En varias partes se destaca la definición genérica de la industria de AFP como un oligopolio que frecuentemente no transfiere a los aportantes los ahorros de costos. Esta conclusión

parece ser un dato para el informe del WB porque en ningún momento se provee un análisis mínimo que permita llegar a esa conclusión. La alternativa para el WB era o bien utilizar informes de los organismos de defensa de la competencia que hubieran probado un comportamiento anticompetitivo o, en ausencia de éstos, replicar los tests que habitualmente se hacen para revisar si una industria está cartelizada. Ninguna de las dos cosas se hace en el informe del WB. Según información proporcionada por la FIAP, en por lo menos cuatro de los países analizados (esto es, la mitad de la muestra del informe del WB) la industria de AFP no ha despertado sospechas en las autoridades antimonopolio (Argentina, Colombia, México y Uruguay) y en un quinto país (Chile) las investigaciones realizadas no prosperaron. La evidencia aportada por el informe del WB se refiere sólo a las participaciones de mercado de las dos AFP más grandes, en un análisis bastante limitado que ignora los tamaños relativos de cada mercado. No se evaluó, por ejemplo, que el carácter no competitivo debería sustentarse en otros elementos: participaciones de mercado estables, rentabilidades anormales, etc.

En este sentido, la evidencia de Argentina y Chile al menos sugiere lo contrario. La mayor concentración de la industria se produjo en un contexto de aprovechamiento de economías de escala, con comisiones netas del seguro de vida e invalidez que representaron porcentajes decrecientes de los salarios sujetos a aportes, con participaciones de mercado inestables, egreso e ingreso de competidores, niveles de rentabilidad inestables, etc.

El cuadro a continuación, por ejemplo, permite observar la evolución anual de la concentración del mercado, la rentabilidad interna de las AFJP y las comisiones (como % del salario, netas del costo del seguro) en la Argentina, reflejando una situación claramente competitiva y al menos por ende un contraejemplo que relativiza la caracterización de esta industria realizada por parte del informe WB.²

Concentración, comisiones y rentabilidad de las AFP: el caso de la Argentina, 1995-2003

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Comisión promedio (% sobre salario, neta)	2.49%	2.57%	2.58%	2.45%	2.43%	2.09%	1.73%	1.56%	1.45%
Rentabilidad interna de las AFJP (ROE)*	-29.3%	-1.7%	3.0%	4.3%	22.7%	20.8%	10.5%	-21.0%	-5.4%
Número de AFJPs	24	24	22	19	17	14	14	12	12
Concentración: % de afiliados en 2 mayores AFJP	27.2%	27.9%	30.7%	35.7%	37.8%	36.4%	43.8%	42.4%	41.2%

* Datos corresponden a los 12 meses, finalizando en el primer semestre del año indicado. "ROE" denota "Return on Equity".

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAFJP.

Con respecto a los beneficios de las AFP, el cuadro a continuación muestra que en los últimos 6 años (en los cuales no se incluyen los primeros 3 años del lanzamiento en la mayoría de los casos, a excepción de Bolivia, México y El Salvador) las ROE ("return on equity", en dólares corrientes –sin corregir por la inflación internacional) fueron en promedio relativamente elevadas, pero no de manera generalizada, y tampoco ordenables según existiera o no regulación sobre comisiones (como ocurre en Bolivia, por ejemplo).

Otra falencia conceptual del informe del WB aparece cuando no se percibe la conveniencia de medir comisiones como porcentaje del salario sujeto a aportes (en vez de

² La información sobre ROE difiere de la que computa AIOS, reportada más adelante, porque en este cuadro no se consideran años calendario sino periodos de 12 meses que incluyen el segundo semestre del año calendario inmediato anterior y el primer semestre del año calendario indicado.

hacerlo como porcentaje del aporte, medida utilizada en el informe del WB) al comparar costos de administración previsional entre países y a lo largo del tiempo, ya que los determinantes del costo evolucionan con el salario medio de la economía, independientemente de cuál sea la tasa de aporte legislada.

Resultado de las Administradoras: Utilidades anuales / Patrimonio Neto (ROE)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Promedio lineal
Argentina	6.0%	25.2%	14.7%	2.6%	-18.6%	-9.3%	3.4%
Bolivia	7.8%	-1.8%	88.6%	14.4%	36.5%	39.2%	30.8%
Chile	17.8%	24.3%	40.6%	27.4%	23.1%	21.8%	25.8%
El Salvador	-33.4%	-11.5%	4.9%	17.9%	24.7%	27.8%	5.1%
México	-1.7%	19.2%	21.6%	30.5%	32.9%	30.7%	22.2%
Perú	23.0%	13.4%	55.5%	58.2%	58.0%	58.6%	44.5%
Uruguay	-61.0%	-12.3%	1.3%	30.8%	92.0%	31.9%	13.8%
Promedio lineal	-5.9%	8.1%	32.5%	26.0%	35.5%	28.7%	20.8%

Fuente: Elaboración propia en base a Boletín Estadístico AIOS, varios números

En cualquier caso, no es correcto dejar abierta la interpretación de que, de manera general para el conjunto de países que realizaron reformas estructurales en sus sistemas previsionales, las comisiones son altas porque la industria no es competitiva (en términos absolutos) cuando existen explicaciones plausibles de porqué las regulaciones características sobre las AFP llevan a que la competencia tenga un sesgo hacia el gasto promocional en vez de hacia las menores comisiones (ver FIEL (1998), FIEL (1999), Spiller (1999) y Urbiztondo y Auguste (2004)), sin que ello perjudique necesariamente a los afiliados.

El informe del WB comete otros errores. Por ejemplo, se afirma en el texto que, debido a la existencia de comisiones fijas en varios países (por caso Chile durante varios años), la mayor carga del costo de administración de las AFP recayó sobre los trabajadores de menores ingresos. En efecto, el informe del WB confunde la incidencia porcentual (mayor para los ingresos bajos) con la incidencia absoluta (mayor para los ingresos altos) debido a que se ignora que la estructura de costos de las AFP reconoce como determinante central el número de afiliados y no cuánto aporta cada afiliado, con lo cual las comisiones que reflejen costos deberían ser más parecidas a valores fijos por afiliado que a un porcentaje de los salarios. En otras palabras, el informe del WB considera que la estructura de comisiones debe ayudar al objetivo de redistribución del ingreso cuando esto no se exige a otros servicios que habitualmente consumen los trabajadores porque existen otras políticas del Estado más adecuadas a tal fin, y además, erróneamente, supone que la estructura de comisiones es regresiva ignorando que como los costos son bastante uniformes por afiliado, comisiones proporcionales ya producen una redistribución a favor de los aportantes de menores ingresos.

Por otra parte, el informe del WB destaca en la síntesis un gráfico sobre los costos de las AFP chilenas que incluye un error llamativo. Dado que en Chile las comisiones de las AFP (netas del seguro de vida e invalidez) nunca superaron el 2.5% del salario y que el aporte neto a las AFP fue siempre del 10%, el “*cumulated charge ratio*”³ en los primeros

³ El “*cumulated charge ratio*” se define en el informe del WB como “*the ratio of the accumulated balance that the charges by themselves would have generated had they been added to the sum of the accumulated*”

años de la reforma chilena (tomando comisiones netas del seguro de vida e invalidez para un trabajador promedio, como dice hacer el WB), podría rondar el 20%, y nunca el 75% como se afirma en el informe WB! Del mismo modo, el valor correspondiente al año 2000, tampoco puede superar el 20%, al tiempo que el WB insiste en que se sitúa por encima del 40%. Este error es evidente en el propio documento del WB al comparar la Figura 7.7 y la Tabla 7.3, ya que los “*charge ratios*” de ambas (en un caso los valores acumulados al año 2030 y en el otro los valores actuales) son incompatibles entre sí. Recientemente, los autores del informe del WB han reconocido (parcialmente) su error respecto de los valores iniciales, atribuyéndolo sin embargo, erróneamente, a problemas con la información histórica de base utilizada.⁴

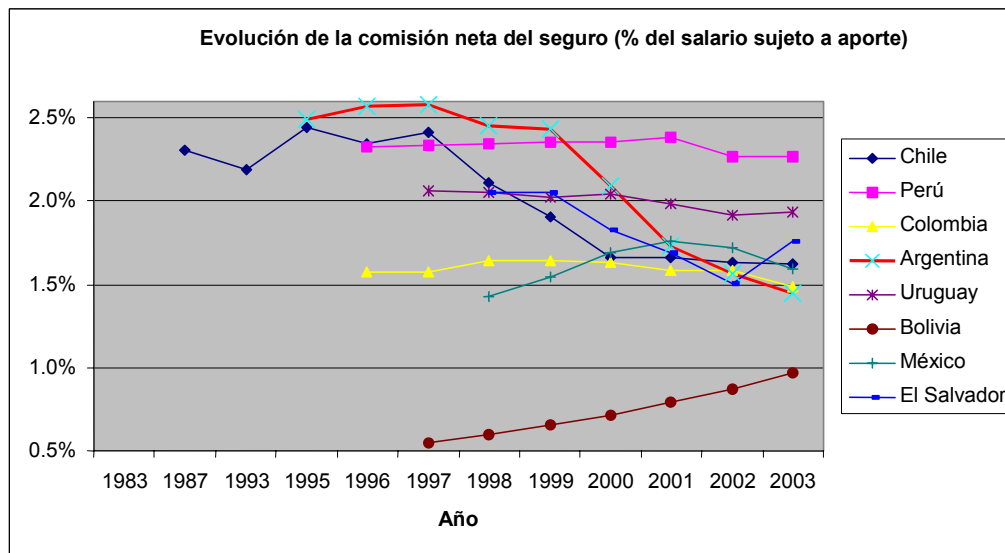
El sesgo analítico del informe del WB aparece en un comentario del párrafo 7.38 (comentando la figura 7.6), donde dice que las comisiones (debió decir comisiones variables) cayeron en Chile y Argentina entre 1997 y 2000, pero sólo después de un período de aumento. El período de aumento en el caso de Argentina fue el primer año luego de iniciarse la reforma, y en Chile se deja de lado toda la década de los 1980s. Al incluir la comisión como porcentaje del aporte, comete el grueso error de indicar que en la Argentina subieron las comisiones en 2001 porque bajó la tasa de aporte del 11% al 5%, cuando de hecho el monto pagado en concepto de comisiones cayó (y también cayó la comisión como porcentaje del ingreso sujeto a aportes). Por último, cabe preguntarse porqué no se incluyó información sobre otros países, tal como se hace en la figura a continuación (computando comisiones netas del seguro totales, no sólo variables), la cual permite verificar una leve tendencia a la reducción de las comisiones al madurar los sistemas (salvo en el caso de Bolivia, donde las mismas son reguladas en valores crecientes al basarse parcialmente en los fondos acumulados).

El análisis del caso de Bolivia es llamativo porque en la Tabla 7.3 del informe del WB aparece destacado como el más barato, y luego en otras partes del informe se lo menciona como un eventual modelo a adoptar ya que allí se centralizan varios aspectos que hacen a la operatoria de las administradoras y existe un tope a las comisiones que surgió de un proceso licitatorio. Sin embargo, la comparación es confusa y se realiza con datos incompletos. Si bien la comisión variable es el 0.5% del ingreso sujeto a aportes (primera columna de la Tabla 7.3), los afiliados también pagan comisiones explícitas sobre sus

balance resulting from the actual contributions and the charges (had they been invested)”. Así, para el primer año, por ejemplo, una comisión del 2.5% del salario representa un *charge ratio* de aproximadamente el 20%, considerando en el denominador el aporte del 10% y la comisión del 2.5%..

⁴ No está claro aún el porqué de este grosero error en el informe del WB, pero el mismo ha sido reconocido por los autores del informe en una discusión que se presentara posteriormente (Gill et al (2004)). Debe notarse que, en cada momento del tiempo, el “*charge ratio*” es equivalente a la comisión expresada como porcentaje del aporte bruto, mientras que el “*cumulated charge ratio*” que reporta el WB contiene un promedio de estas comisiones porcentuales que pondera más las observaciones tempranas en la medida en que la rentabilidad real de los aportes sea positiva. En efecto, dado que en caso de que las comisiones fuesen invertidas en la cuenta individual, el rendimiento real alcanzado por las mismas en cada momento del tiempo sería exactamente el mismo que el logrado por los fondos depositados en la cuenta de capitalización, el *cumulated charge ratio* contiene un promedio que da mayor ponderación al *charge ratio* de los años tempranos de la reforma (así, por ejemplo, si al cabo de 10 años la rentabilidad real acumulada del aporte realizado en el primer año es del 100%, el *charge ratio* del primer año pondera el doble que el *charge ratio* del año 10). En ningún caso, sin embargo, el *charge ratio* acumulado puede ser superior al máximo *charge ratio* observado en cualquier año de la muestra.

fondos acumulados (0.23% anual, destacado en una nota en la Tabla 7.3) y comisiones implícitas del 0.2% de dichos fondos, monto descontado a los fondos de las AFP por parte del banco que realiza las colocaciones (ignorado en la Tabla 7.3. a pesar de figurar en un trabajo previo de economistas del Banco Mundial, James et al. (2001)).



Tomando todos estos componentes en cuenta, la comisión histórica equivalente (como porcentaje del salario) en Bolivia pasó del 0.55% en 1997 a 1% en 2003 como se muestra en el gráfico. Por otra parte, mientras las comisiones sobre salarios del resto de los países de la región tienden a caer en el tiempo, la de Bolivia aumenta a medida que se acumulan los activos. Utilizando los supuestos que realiza el propio informe del WB para convertir comisiones sobre activos bajo custodia en equivalentes a porcentajes del salario sujeto a aportes para estimar la comisión a lo largo de la vida activa de un trabajador, la comisión destacada para Bolivia como muy barata por el informe del WB se convierte en 1.4% del salario, cifra similar a otros países de la región. Tampoco se menciona en el informe del WB que James et al. (2001) destacan que las dos compañías que ganaron la licitación para administrar los fondos de pensión en Bolivia obtuvieron el derecho de cobrar una comisión de 0.23% de los fondos obtenidos por las privatizaciones (22% del GNP de Bolivia). Vale decir, la correcta incorporación de estos “detalles” permite ver que la comparación de las comisiones que se cobran en diferentes países debe manejarse con cuidado, ya que los niveles observados pueden tener distintas tendencias temporales y/o esconder subsidios cruzados por circunstancias particulares. Específicamente, estas observaciones llevan a relativizar las supuestas ventajas de una baja comisión por el manejo centralizado de fondos, como implícitamente el WB atribuye a Bolivia al computar, erróneamente, sólo la comisión variable del 0.5% del ingreso.

La siguiente “evidencia” que ofrece el informe del WB para concluir que la industria de AFP perjudica a los consumidores por sus altos costos son comparaciones con las

comisiones de los fondos mutuos o el caso peruano en el cual los costos habrían caído sin que ello haya resultado en una reducción de las comisiones. Sin embargo, la evidencia que incluye el informe del WB permite concluir **exactamente lo contrario**: en los párrafos 10.71 a 10.74 se muestra que las AFP tienen comisiones muy inferiores a los *mutual funds* (particularmente en Chile, pero también es cierto que en Brasil los cargos de los *equity funds* son mucho más caros que las comisiones –equivalentes sobre el fondo acumulado– vigentes de las AFP de cualquier país de América Latina).

Por otra parte, no es novedad alguna en la literatura previsional que la forma de evaluar los costos de distintos sistemas de ahorro previsional es por medio de la comparación de las tasas internas de retorno obtenidas por el conjunto de aportantes. No obstante ello, las comparaciones realizadas con fondos mutuos de Estados Unidos y otros instrumentos de ahorro (FIEL (1998), James et al. (2001), Urbiztondo y Auguste (2004) y Spiller (1999)) indican que el costo de administración de las AFP en América Latina no es elevado en términos relativos (más allá de que algunas regulaciones específicas impiden que las comisiones sean menores). Como fuera mencionado anteriormente, el propio informe del WB refleja esta situación al comparar –en el capítulo 10– los costos de las AFP y de los fondos mutuos en Chile!

Luego el informe avanza en sugerir que una alternativa más barata sería centralizar determinadas actividades en un monopolio cuyos servicios se licitaran al mejor postor, dejando la competencia sólo a nivel de administración de carteras de inversión sin que las AFP conozcan la identidad de los individuos titulares de los fondos de modo de disuadir el “exceso” de gastos de comercialización. Esta sugerencia tendría un aval empírico en los casos de Suecia y algunas formas de ahorro en Estados Unidos, que habrían probado ser más baratas que los fondos mutuos en competencia. En este caso, el informe parece sugerir que un monopolio regulado por un proceso licitatorio puede funcionar mejor que un mercado competitivo en el cual se compite en varias dimensiones. El trabajo de James et al. (2001) citado en la bibliografía del documento del WB, en el cual se comparan los costos de las AFP con los de los fondos mutuos norteamericanos y se repasa la experiencia de centralización, y la crítica de Diamond a ese trabajo (no citada en la bibliografía del WB), despiertan varios interrogantes sobre el éxito en América Latina de una propuesta de ese tipo. En verdad, la idea de que un monopolio es más eficaz para los consumidores que la competencia es al menos curiosa, en una industria en la cual las economías de escala tienden a agotarse (en el equilibrio de largo plazo, y salvo en casos de mercados excepcionalmente pequeños). Un trabajo reciente sobre la experiencia de centralización de Suecia (Palmer (2004)) permite cuestionar los supuestos ahorros de costos en relación al caso chileno: las comisiones no serían muy diferentes medidas como porcentajes de los activos en custodia.⁵

⁵ Según se documenta en Palmer (2004), existen distintos subsidios cruzados que reducen los costos de administración asignados al sistema de ahorro individual (la recaudación de aportes es realizada por la oficina de recaudación impositiva, la información sobre las cuentas individuales es provista anualmente por un organismo estatal, y la administración central que supervisa los fondos de pensión recibe recursos fiscales para cumplir con sus obligaciones). Así, el costo promedio de los más de 600 fondos existentes en 2003 fue del 0.41% de los activos acumulados, una cifra equivalente a una comisión neta del 8.8% sobre los aportes (utilizando la relación estimada por el WB en página 202) y equivalente al 0.53% del ingreso sujeto a aportes (debido a que en Suecia el aporte a la cuenta financiera (FDC) es de sólo el 6% del ingreso). Pero éste es en realidad un precio por un servicio mucho más limitado y/o subsidiado. Por

En resumen, en materia de medición de costos, el informe del WB comete todo tipo de error posible, entre los cuales se destaca en primer lugar la falta de un marco analítico para comparar y predecir la evolución de comisiones sobre aportes, sobre fondos, etc., que permita evaluar estructuras tarifarias según fuesen las estructuras de costos de las AFP, y que lleve a reflexionar sobre el impacto de dichas estructuras sobre la dinámica competitiva y las barreras a la entrada. A partir de esta carencia analítica, se derivan errores en términos de la selección de los indicadores relevantes de costos, juicios de valor sobre equidad, detección errónea de subsidios cruzados, impacto negativo sobre la cobertura, etc.

3. Riesgo de confiscación del ahorro previsional por el Estado.

En esta materia las conclusiones erróneas se derivan de la observación superficial (y apresurada) de la crisis de la deuda pública de Argentina, a partir de la cual aproximadamente el 70% de la cartera de las AFJP entró en default. Claramente, la elevada participación de la deuda pública en las carteras de las AFP (en parte forzada más o menos explícitamente en Argentina desde 2001) es un aspecto negativo y criticable de la instrumentación de las reformas, y dicho default implica rendimientos menores a los que nominalmente se contabilizaban en las cuentas previsionales hasta entonces, pero el análisis necesario para sustentar la interpretación hecha en el informe del WB debió haber sido mucho más global. El default argentino significó que la rentabilidad anual real promedio del sistema de AFJP al cabo de 10 años de existencia baje al 7.1%, lo cual (proyectado para 30 años de aportes con igual rentabilidad que la histórica) genera beneficios previsionales altamente superiores a los del régimen de reparto que aún existe en Argentina, cuyas prestaciones futuras también cayeron como producto de la reducción del salario real post-crisis de los años 2001 y 2002. Si la conclusión del WB hubiese sido que el riesgo de confiscación no se elimina al simplemente instaurar un régimen de capitalización, la misma sería correcta, pero un análisis imparcial requiere también indicar que el caso de Argentina muestra que tal expropiación (explícita o implícita a partir de una menor tasa de retorno sobre los aportes realizados) es mucho menor que en el pasado y que la sufrida por los afiliados al régimen de reparto.

También en este punto aparecen algunas contradicciones cuando el WB nota (correctamente) que la naturaleza contractual de la deuda pública en cartera de las AFP es distinta a la deuda implícita del Estado en los sistemas de reparto (en función de la cual actualmente resulta más difícil su licuación o default al tratarse de una deuda explícita), y

ejemplo, nótese que en el caso de las AFJP en Argentina, donde la comisión neta actualmente representa el 1.5% del ingreso sujeto a aportes, éstas deben pagar un 0.7% de los aportes a la DGI por la tarea de recolección y fiscalización, deben pagar a la SAFJP otro porcentaje para cubrir los costos de supervisión, deben informar a sus afiliados con una frecuencia cuatrimestral, y deben aportar a un fondo de reserva oneroso para cubrir un seguro de rentabilidad mínima (relativa al sistema), entre otras obligaciones que no se aplicarían en Suecia. Vale decir, hay diferencias que exceden el carácter centralizado o descentralizado con que se administran las carteras de inversión, las cuentas individuales y los traspasos, que explican al menos una parte de las diferencias entre las comisiones de los administradores de fondos previsionales en Suecia y las AFP de América Latina, los cuales deben ser analizados seriamente para concluir sobre las ventajas de cada sistema y sobre la forma de reducir los costos de administración en el caso de las AFP, aún suponiendo que se puedan resolver los problemas citados en James et al (2001) (proceso licitatorio transparente, corrupción, etc.).

al mismo tiempo sugiere que, a la luz de la experiencia argentina reciente, los afiliados a las AFP no necesariamente tienen sus ahorros previsionales más protegidos que antes de la reforma.

4. Resultados fiscales peores que los esperados.

El informe del WB muestra que la solvencia fiscal mejoró mirando dos medidas: el valor actual de la deuda implícita en los sistemas de reparto, que se redujo luego de las reformas, y el valor de la deuda explícita que se acumularía después de 2001. Este segundo indicador mide el endeudamiento del gobierno producido por el déficit de los sistemas de reparto residuales, pagos para mantener pensiones mínimas, aportes del gobierno al sistema previsional y el pago de bonos de reconocimiento por aportes al reparto anteriores a la reforma. Aquí se mide lo que ocurrió luego de la reforma y se compara con el hipotético caso de un reparto sin reforma. En 7 de los 8 países la reforma implica menos endeudamiento acumulado del Estado para 3 años de corte simulados (2010, 2020 y 2050) (la excepción es Argentina, explicable por la reducción de los aportes patronales y la transferencia de algunas cajas provinciales, y no por la reforma en sí).

Pero, posteriormente, el informe califica estos resultados porque la implementación de la reforma puede haber subestimado los problemas. El ejemplo son los fraudes que se dieron en Bolivia y alguna subestimación de los costos de transición en Chile. Pero lo que no dice el informe del WB es que la simulación del reparto también es ideal y no hay ninguna razón para pensar que los fraudes no hubieran ocurrido de igual o peor manera si hubieran continuado los sistemas viejos. Sugestivamente, el informe del WB omite un párrafo de uno de los documentos de apoyo del trabajo que destaca este punto (ver el reporte de Fiess).

De hecho, los sistemas de reparto eran abusados sistemáticamente (inflando los salarios al final de los años de aporte que eran usados como base de cálculo para las pensiones, dando jubilaciones a gente que no aportó, etc.). Por ejemplo, en Uruguay, la reforma de 1996 tuvo como principal elemento de ganancia fiscal la eliminación de los flujos de nuevos jubilados *ex-evasores* (es decir, los que obtienen el beneficio sin documentar fehacientemente sus años de aporte o las contribuciones realizadas). La propia experiencia de Bolivia resumida en la Caja 2 de la síntesis del informe del WB atribuye los mayores costos de transición a una interpretación poco estricta de la ley, al haber permitido un mayor número de retiros, a reclamos fraudulentos, a la indexación al tipo de cambio (luego abolida) y a la introducción en el año 2001 de una pensión mínima casi al doble del salario mínimo. Cada uno de estos factores podía haberse dado en el sistema de reparto previo a la reforma, si estaba la decisión política.

Luego el informe avanza en el problema de liquidez. Se argumenta que no existe evidencia de que las deudas implícitas en los sistemas de reparto hubieran castigado los ratings crediticios de los gobiernos y que, por lo tanto, al hacerla explícita se aumenta el riesgo de default. Esto se debería a que los gobiernos pueden reducir el déficit de los sistemas de reparto alterando las normas que los rigen (cosa que han hecho frecuentemente los países desarrollados sin que se considere eso como un default del gobierno). Luego el informe del WB avanza en analizar las vías por las cuales el costo de transición puede aumentar el riesgo país, pero dice que no existen estudios empíricos que

muestren que las reformas pueden haberlos aumentado; incluso proporciona evidencia de que la reforma no habría aumentado el riesgo país en México (figura 3.3). Por lo tanto, podemos afirmar que no existe evidencia que permita concluir que los costos de transición previsionales hayan tenido impacto en la situación de solvencia de los países. De hecho hay experiencias diversas, y en un contexto regional difícil sólo la Argentina y Uruguay tuvieron problemas de deuda pública, así como Ecuador unos años antes sin que haya realizado reforma al sistema de reparto. Incluso hubo corridas importantes en Brasil que tampoco reformó su sistema de jubilaciones.

Por todo ello, la conclusión del informe en el párrafo 3.39 luce extemporánea y contradictoria incluso con la evidencia presentada. *“Although the simulations presented in Zviniene and Packard (2002) show that structural reforms in Latin America are likely to deliver substantial reductions in public pension liabilities, fiscal sustainability is far from assured. Due to a different contractual nature of pension liabilities, a positive impact of pension reform on solvency is not as obvious as theoretical models claim. Further, pension reforms can create new implicit and explicit liabilities. While the benefits to economic growth from pension reform are important, the theoretical links between structural reforms and growth are not straight forward, and empirical evidence is still scarce. And finally, empirical evidence shows that pension reforms can produce severe cash-flow problems in excess of initially projected transition costs, and hence seriously constrain public sector liquidity”*.

Respecto de la relación entre la reforma y el crecimiento (que de ser positiva mejoraría la solvencia fiscal para una política fiscal dada) nuevamente la evidencia que incluye el reporte es positiva para la reforma al citar el trabajo de Corbo y Schmidt Hebbel. No se muestra otra evidencia empírica que apunte en sentido contrario pero se critica a este trabajo porque se basa en supuestos acerca de la reforma y su impacto en el crecimiento que *“are far from certain”*. En este punto se argumenta que se necesitan tres pasos para que la reforma mejore el crecimiento: a) que aumente el ahorro, b) que el nuevo ahorro se transforme en más y mejor inversión; c) que la inversión aumente el producto. Luego, al analizar el cumplimiento de estos 3 pasos, el WB es altamente crítico o escéptico, cayendo a tal fin en una contradicción lógica (sobre la relevancia o no de la “hipótesis de equivalencia ricardiana”) y en omisiones de estudios teóricos y empíricos relevantes para la región que sustentarían una conclusión favorable al impacto de las reformas previsionales sobre el ahorro y sobre el crecimiento (un ejemplo es la evidencia empírica incluida en el documento de apoyo de Fiess, llamativamente omitida en el documento principal del WB). El detalle de estas “piruetas analíticas” del informe del WB se incluye al comentar el capítulo 3, pero debe destacarse en esta síntesis la llamativa falta de objetividad y coherencia del informe del WB en esta materia.

Un último punto se refiere a los problemas de liquidez para el gobierno que crean las reformas. Posiblemente esta conclusión esté basada en el caso argentino. Pero una lectura adecuada del mismo muestra que la reforma en sí poco tuvo que ver con la crisis de deuda desatada en 2001/2002. En el año 1994 se realiza la reforma que habilita la opción de las cuentas de capitalización en la Argentina y, al mismo tiempo, se hacen más estrictas las condiciones para acceder a una jubilación en el sistema de reparto. Posteriormente, se adoptan otras decisiones que también restaron ingresos al sistema previsional como la rebaja de aportes patronales, o aumentaron sus egresos, como la

absorción de algunas cajas provinciales. Es evidente que las dos últimas decisiones no tienen nada que ver con una reforma previsional: una se trata de una medida de política tributaria y la segunda de un subsidio a los gobiernos provinciales que se utilizó para que éstos apoyaran determinadas políticas del gobierno nacional.

En el documento de apoyo elaborado por Rafael Rofman se cuantifica cuánto del déficit previsional del período 1994-2002 es atribuible a cada uno. El déficit acumulado que produjo la reforma del 1994 es de sólo 4 puntos del PBI, la absorción de las cajas provinciales le costó al estado 6 puntos del PBI y la rebaja de aportes patronales 8 puntos. Si se toma como referencia que la deuda pública aumentó del 36% del PBI en 1994 al 54% en el 2001, puede verse que la reforma previsional tuvo poco que ver con la crisis de la deuda pública argentina. Del mismo modo se puede señalar que en Uruguay la reducción de ingresos propios del sistema de seguridad social observada en los últimos años no sólo se explica por factores cíclicos, y por la pérdida relativa de participación del empleo público en el total, sino también por la generalización de exenciones sobre las contribuciones patronales a la seguridad social (es decir, por la pérdida de recursos fiscales asociada a decisiones tributarias que implican cambios en el financiamiento de la seguridad social, no en el diseño de la misma).

En resumen, en el capítulo 3 del informe del WB se empieza con una opinión favorable de la reforma en cuanto a la solvencia fiscal para luego cuestionarla por costos de transición mayores a los esperados, menor relevancia de la deuda actuarial implícita en los sistemas de reparto, dudoso impacto sobre el ahorro y la inversión, y problemas de liquidez para el gobierno. Mientras el propio informe provee evidencia estadística favorable a la reforma, especula sobre los problemas ignorando evidencia que apunta en sentido contrario, hace una lectura equivocada de la crisis argentina y utiliza comparaciones poco objetivas.

5. Propuestas del WB.

En el último capítulo del informe del WB se resumen algunos hallazgos del trabajo y se presentan las conclusiones. Así se reconocen logros a la reforma (mejoró las cuentas fiscales, mejoró la equidad, y mejoró algo la cobertura, ayudó a desarrollar el mercado de capitales e indirectamente por esta vía a aumentar el ahorro), y se mencionan las principales preocupaciones latentes: la caída en el valor de las cuotas que produjo la crisis argentina, problemas de equidad por las altas comisiones que afectaron más a algunos cohortes que a otros y más a los trabajadores pobres, la parcial cobertura de ancianos con problemas de ingreso, problemas por la agregación del componente de prevención de la pobreza y el de ahorro, y la baja cobertura, destacado como el problema mayor. La mayoría de estas críticas no está bien fundada, tal cual se muestra a lo largo de este documento.

A partir de este diagnóstico el informe avanza en las sugerencias concretas:

1. La más importante a juicio de los autores es que la prevención de la pobreza en la vejez debe recibir más atención que la que se le dispensó en América Latina (párrafo 11.21). En ese párrafo se concluye con un llamado a nuevos estudios que traten de determinar si una cobertura universal mínima es mejor que una focalizada en países como los latinoamericanos que tienen alta informalidad y

- baja calidad de gobernabilidad. Si se mantienen sistemas contributivos, deben ser complementados con asistencia social.
2. Para suavizar el consumo lo mejor es un sistema de capitalización con contribuciones definidas en lugar de un sistema de reparto con beneficios definidos. Por esta razón se justifica preservar las reformas realizadas en América Latina y reforzarlas.
 3. El tamaño del pilar de ahorro mandatorio debería ser reducido en varios casos, dependiendo del desarrollo del mercado de capitales y de la capacidad e supervisión del gobierno.
 4. Se deben reducir las comisiones ya que no son todo lo bajas que deberían ser. Se utiliza como ejemplo el de Bolivia donde serían un tercio que en el resto de la región, y se sugiere evaluar la centralización de algunas actividades de modo de reducir los gastos de comercialización.

La propuesta de transformar el ahorro individual (autoseguro) para la vejez en un *pooling* para cubrir el riesgo de falta de ingresos en la vejez, se basa en un razonamiento teórico altamente cuestionable, por la dudosa relevancia de las dimensiones consideradas y la notoria importancia de las dimensiones omitidas. Por ejemplo, un aspecto central para definir el auto-seguro es el grado de control individual o información privada sobre el riesgo (que dan lugar a problemas de “riesgo moral” y “selección adversa”, respectivamente), mencionados en otras partes del informe del WB, pero sin ningún efecto práctico para modificar su prescripción.

Del mismo modo, reconocer por ejemplo –como hace el informe del WB– que un tope (“*cap*”) sobre las comisiones es un mecanismo efectivo para su reducción, es un grueso error, no sólo conceptual (sobre porqué y/o cuando se justifica económicamente la regulación de precios), sino también empírico, a partir de la propia evidencia que el informe del WB tuvo a su disposición (y que parcialmente incluyó también). Debe destacarse que, como se mencionara anteriormente en este documento, el ejemplo de Bolivia es engañoso ya que no se computa toda la comisión sobre activos que se cobra en ese país, entre otras diferencias.

Finalmente, en la sección final del capítulo 11 el informe dice que la intención no es sugerir que el pilar de ahorro obligatorio no deba existir, sino que tiene un justificativo transitorio. El informe dice en el párrafo 11.26 que si el segundo pilar es muy importante uno debe suponer que los individuos son miopes (no pueden planificar su futuro) y al mismo tiempo que los gobiernos tienen la capacidad de regular esos fondos crecientes de dinero vigorosamente, esto es “...*have a lot of faith in governments to behave in an even-handed manner. There is little evidence that either assumption is justified; the coincidence of both in a single country is likely to be rare...*”. Este comentario tiene bastante asidero, pero lo sorprendente es que en el mismo reporte se suponga que el gobierno tenga la capacidad de poder ordenar una administración centralizada de los fondos previsionales y sustituir en parte el proceso de competencia entre las AFP.

III. Críticas y comentarios puntuales a cada capítulo del trabajo.

Críticas a la síntesis (capítulo sin número)

1. El informe del WB dice tener por objetivo evaluar las reformas de los sistemas previsionales en América Latina, y en particular, si los trabajadores y sus familias se beneficiaron con las mismas. Sin embargo, no hay referencia clara sobre cómo se computan los beneficios (si son sólo los directos –definibles como mayores tasas internas de retorno a partir de sus aportes previsionales individuales– o si se consideran también los beneficios indirectos –externalidades tales como una mayor disciplina fiscal que reduzca la carga impositiva futura, una mayor profundización del sistema financiero que permita mayor y mejor financiamiento para el proceso de inversión doméstica, etc.–, el progreso o no en la equidad horizontal y vertical entre afiliados, etc.), presentándose de manera individual distintos resultados en cada dimensión sin pretender integrarlos ni marcar el carácter competitivo –los *trade-offs*– entre distintos objetivos de la reforma.
2. Tampoco hay referencia alguna, ni siquiera desintegrada o paralela a la evaluación de los indicadores post-reforma considerados, sobre el escenario contrafáctico para evaluar tales indicadores. Concretamente, no hay referencias a la inviabilidad actuarial de (al menos varios de) los sistemas previsionales pre-reforma, cuya corrección habría requerido incrementar los aportes exigidos y/o reducir los beneficios alcanzables, afectando por ende negativamente el grado de cobertura del sistema (al reducir la tasa interna de retorno, individual, que enfrenta cada aportante potencial).
3. En efecto, no hay un trato integrado de los distintos objetivos de la reforma. A poco de empezar, se señala que un objetivo principal de las reformas fue aumentar la cobertura, y que la eventual verificación de ese resultado ofrecería evidencia concluyente sobre la extensión de beneficios previsionales de manera más amplia y equitativa. Falla el documento (y particularmente en la síntesis que debería integrarlo) al no considerar en esa instancia (ni subordinar después, cuando se menciona al pasar que había otros objetivos que tuvieron mejor suerte) que la cobertura fue uno entre otros objetivos que competían entre sí: en la propia “caja 1” se recuerda la evidencia sobre la insolvencia, inequidad de beneficios e inaceptablemente baja cobertura de los sistemas de reparto (PAYG) en países en desarrollo, pero no se repara en que la solución de los primeros dos problemas (particularmente el primero) dificulta lograr un incremento en la cobertura. Así, no es cierto que falló la predicción de que al pasar de un sistema PAYG a uno de capitalización la cobertura aumentaría al mejorar los incentivos a aportar, como señala el informe; tal predicción, correctamente planteada, supone un “*ceteris paribus*” (por ejemplo, sobre el número de años con aportes requeridos, nivel general de pobreza y desempleo, etc.) que el trabajo no menciona ni analiza. En otras palabras, las reformas no sólo implicaron cambios de PAYG hacia capitalización, sino que incluyeron cambios tendientes a evitar el fraude, reducir la deuda pública explícita (e implícita) intertemporalmente, etc., en contextos de creciente desempleo, pobreza y estabilidad de precios (que hicieron más importantes las rigideces y presión impositiva en los mercados laborales de los países que reformaron sus sistemas).

4. En el documento no se compara la evolución de la cobertura previsional en países con reformas vs. otros países en la región donde se realizaron ajustes que hicieron más estrictos los requisitos sin cambiar el carácter de reparto. Tomando la relación aportantes / afiliados del régimen de reparto y el de capitalización post-reforma en la Argentina resumida en el cuadro a continuación, la única inferencia posible (si bien podrían existir explicaciones alternativas, y aunque tal relación no es el mejor indicador de cobertura) es que la cobertura previsional habría sido más baja en caso de no haber existido el régimen de capitalización (concretamente, la relación aportantes / afiliados cayó mucho más en el régimen de reparto que en el de capitalización, pasando de un valor superior inicial a otro claramente inferior).⁶

Relación Afiliados / Aportantes, Argentina, 1994-2004

Año	Total	Por Régimen Jubilatorio	
		Reparto	Capitalización
1994	73,1%	90,5%	55,1%
1995	61,5%	69,9%	53,4%
1996	58,4%	64,1%	54,0%
1997	57,1%	56,4%	56,3%
1998	53,4%	51,0%	53,1%
1999	49,5%	46,5%	49,6%
2000	44,0%	38,2%	44,5%
2001	40,5%	33,6%	41,3%
2002	36,0%	28,9%	37,1%
2003	38,3%	29,9%	39,4%
2004	38,6%	29,6%	39,9%

Fuente: Urbiztondo y Auguste (2004).

5. Se cometen errores de interpretación de resultados tempranos, sobre los cuales no es posible obtener conclusiones todavía. Concretamente, en la página 6 se refiere a los resultados de encuestas en Chile y Perú (caja 3) como evidencia explicativa del estancamiento de la cobertura previsional que (según el documento) desacredita la miopía o la falta de información y que podría dar sustento a una explicación basada en la elección racional de no aportar debido a la existencia de opciones mejores. Al respecto, la evidencia que se comenta en la caja 3, según la cual quienes esperan recibir ayuda de sus descendientes tienden a decidir no aportar al sistema formal, pierde de vista que la causalidad puede ser la inversa (esto es, es posible que quienes no hace aportes esperen recibir ayuda de sus familiares *porque* no han realizado aportes). Las distintas respuestas, a su vez, dependen del ámbito geográfico (rural o urbano) del individuo encuestado, asociado con distintos niveles de ingreso (y pobreza), factores potencialmente importantes para explicar la disposición a ahorrar para la vejez que no se exploran

⁶ Según señala el propio informe del WB (punto 10.45 en página 194), cabe esperar una mayor disposición a realizar aportes por parte de los afiliados de mayor edad, que en el caso argentino están básicamente en el régimen de reparto, lo cual hace más elocuente el incentivo positivo diferencial a realizar aportes del régimen de capitalización en la Argentina.

en el análisis del documento del WB; y seguramente están influidas también por la coyuntura macroeconómica (por ejemplo, Chile en el 2000 salía de la recesión). El informe WB tampoco nota que, de ser correcta su conclusión, la baja cobertura formal no debería ser el tema más relevante de la reforma previsional, contradiciendo el propio punto de vista del WB.

6. A la errónea (o apresurada) interpretación comentada en el punto anterior, se le suma inmediatamente un comentario en el texto sobre el desincentivo para realizar aportes que entraña el trato actuarial discriminatorio (computando beneficios previsionales a todos los aportantes por igual a pesar de las distintas expectativas de vida de los distintos grupos poblacionales, según género, etc., situación que el documento implícitamente supone no ocurría antes de las reformas o para los regímenes de reparto, perdiendo de vista además que cuando alguien se perjudica por una promediación, hay otro que se beneficia, y que por ende tiene mayores incentivos a aportar al sistema), para concluir que todos estos factores “*may explain why so many workers in Latin America still choose to ignore formal pension systems, despite reforms*”: como se vio antes, estos factores son muy endebles y hasta incorrectos como para extraer conclusiones que permitan explicar la pobre cobertura, pero además, llamativamente, se omiten (ni siquiera son mencionados) otros factores (exógenos al sistema previsional) que son potencialmente muy relevantes para explicar la cobertura (pobreza, desempleo, presión impositiva real sobre el empleo formal, mayores requisitos para acceder a beneficios previsionales post-reforma, etc.)
7. Las sentencias no fundamentadas (en la síntesis en particular, pero tampoco sustentadas de manera coherente en el resto del documento) más salientes son las siguientes:
 - a) (página 4) “*the fund industries in most reform countries are oligopolies that fail to fully pass along their gains to investors*”: En el documento (y en la síntesis en particular) no hay mención a estudios que demuestren colusión entre AFP. Es posible que el informe confunda “insuficiente competencia vía precios” con “insuficiente competencia” (perdiendo de vista que la estructura de la industria, la naturaleza del producto y las regulaciones vigentes llevan a que las rentas se disipen vía gastos en promoción en vez de menores comisiones). Debió haberse incluido en alguna parte del informe información sobre los rendimientos de las AFP desde el lanzamiento de la reforma. El cuadro a continuación muestra que en los últimos 6 años (en los cuales no se incluyen los primeros 3 años del lanzamiento en la mayoría de los casos, a excepción de Bolivia, México y

Resultado de las Administradoras: Utilidades anuales / Patrimonio Neto (ROE)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Promedio lineal
Argentina	6.0%	25.2%	14.7%	2.6%	-18.6%	-9.3%	3.4%
Bolivia	7.8%	-1.8%	88.6%	14.4%	36.5%	39.2%	30.8%
Chile	17.8%	24.3%	40.6%	27.4%	23.1%	21.8%	25.8%
El Salvador	-33.4%	-11.5%	4.9%	17.9%	24.7%	27.8%	5.1%
México	-1.7%	19.2%	21.6%	30.5%	32.9%	30.7%	22.2%
Perú	23.0%	13.4%	55.5%	58.2%	58.0%	58.6%	44.5%
Uruguay	-61.0%	-12.3%	1.3%	30.8%	92.0%	31.9%	13.8%
Promedio lineal	-5.9%	8.1%	32.5%	26.0%	35.5%	28.7%	20.8%

Fuente: Elaboración propia en base a Boletín Estadístico AIOS, varios números

El Salvador) las ROE (en dólares, pero sin corregir por la inflación internacional) fueron en promedio relativamente elevadas, pero no de manera generalizada, y tampoco ordenables según existiera o no regulación sobre comisiones (como ocurre en Bolivia, por ejemplo).⁷ La rentabilidad promedio lineal (histórica) de las AFJP en Argentina ha sido aún menor si se incorporan los primeros años desde la reforma (el ROE fue aproximadamente -30% en el primer año, por ejemplo), y lo mismo cabe por ende conjeturar sobre Chile, Perú y Uruguay.

- b) (página 6) “*fees for private management of retirement savings have been high, an early affiliates have had to pay the brunt of start-up costs for the new systems (Figure 4). Management fees have been especially burdensome on workers with lower incomes in at least one country (Chile, Figure 5)*”: no hay un parámetro explícito para evaluar el nivel absoluto de las comisiones (con qué se comparan para afirmar que son “altas”; ver comentario a continuación sobre la figura 4 igualmente), pero es cierto en alguna medida que los costos de lanzamiento del nuevo sistema son absorbidos por los afiliados iniciales (un rasgo común a toda inversión con duración multi-generacional, atendible en todo caso vía compensaciones fiscales u otros instrumentos públicos); afirmar que el costo fue mayor para los afiliados de menores recursos –basado en el caso chileno descrito en la figura 5, con diferencias acumuladas despreciables desde mediados de los 1990s– es, sin embargo, un grave error conceptual: estos afiliados a menudo enfrentaron comisiones *porcentualmente mayores* sobre sus salarios, pero siempre *inferiores en términos absolutos*, siendo esta última la medida relevante ya que los costos del servicio provisto tienen como componente central el número de afiliados y no el nivel de ingresos o aportes de éstos (vale decir, no hay discriminación ni regresividad en las comisiones observadas una vez que se reconoce que el costo de administración no es proporcional al monto aportado). En verdad, si se tiene en cuenta la estructura de costos, una comisión porcentual resulta en una redistribución favorable hacia los trabajadores de bajos ingresos, exactamente lo opuesto a lo sostenido en el informe del WB. Si a ello se suma que en algunos países se han mantenido esquemas redistributivos en el pilar 0, es llamativo que se atribuya a las comisiones de las AFP un impacto negativo sobre la cobertura.
- c) La figura 4, aparente sustento para concluir sobre el elevado nivel de las comisiones, señala que la mitad de la contribución del aportante medio chileno retirado en el año 2000 tuvo como destino la comisión retenida por su AFP (siendo tal porcentaje superior al 75% en los primeros 4 años, y en torno al 25% recién hacia el año 2030). Al respecto, estos porcentajes surgen de un error reconocido por los propios autores del informe (ver Gill et al (2004)). Nótese en particular que, dado que la contribución neta al

⁷ AIOS no publica la información correspondiente a Colombia, pero allí la existencia de un tope a la comisión bruta máxima del 3.5% -3% desde 2003- no ha significado que las comisiones netas sean menores que en el resto de los países (en promedio y particularmente para su tamaño de mercado).

fondo de capitalización en Chile es el 10% del salario, un “*charge ratio*” del 75% equivale a una comisión del 7.5% del salario, claramente superior a las comisiones brutas que se han registrado en estudios previos sobre Chile (en torno al 4% del salario). En segundo lugar, de cualquier forma, tales porcentajes son una medida irrelevante para establecer el costo del régimen de capitalización, por varios motivos:

- i. Primero, porque quienes se retiraron hasta el año 2000 hicieron aportes al nuevo sistema como máximo durante 18 años, período en el cual no es razonable evaluar un sistema, cuyo costo es mucho menor si el número de años aportados es al menos 30 (tal como es exigible en muchos de los países).
 - ii. Segundo, en términos de los porcentajes proyectados, es claramente incorrecto asumir el mismo valor entre el año 2000 y el año 2022, como se hace en esta figura 4, ya que la historia previa muestra una evolución decreciente del “*charge ratio*” (del 58% al 50% en los últimos 10 años), no necesariamente agotada.
 - iii. Tercero, porque la comparación de comisiones cuando hay distintas tasas de aportes (entre países y/o a lo largo del tiempo en un mismo país –como en Argentina post-Diciembre 2001) lleva a conclusiones incorrectas, siendo más apropiada la comparación de comisiones como % del salario (verdadero “*driver*” de los costos de las AFP entre países y en el tiempo).
 - iv. Cuarto, porque lo importante es la tasa interna de retorno (ROR) que cada afiliado obtiene a partir de sus aportes, comparada con otras alternativas de ahorro previsional: así, aún con estas cifras, la ROR podría ser particularmente alta si el interés obtenido por las colocaciones de las AFP fuese suficientemente alto (dado que en los países de América Latina con reformas hasta fines de los años 1990s, la rentabilidad real histórica de los fondos de las AFP típicamente superó los 2 dígitos –las rentabilidades menores correspondieron a Perú, con 6.6%, y Argentina, con 7.1% estimado post salida del default–, la ROR obtenida por los afiliados de las AFP –neta de las comisiones “altas”– ha sido muy superior a cualquier otra alternativa de ahorro realista (particularmente, cualquier régimen de reparto real o ideal auto-sostenible).
- d) La conclusión sobre la preferencia de los trabajadores hacia un instrumento de reducción de pobreza, en vez de un instrumento de ahorro, se basa en evidencia chilena en cuanto a que los aportantes tienden a realizar aportes suficientes sólo para obtener el derecho a una pensión mínima con suplementos del Estado. Esta conclusión es absolutamente infundada. Por un lado, obviamente, no cabe esperar que exista una demanda para que se impongan aportes obligatorios. Por otro lado, esta conducta de aportes mínimos para alcanzar un subsidio es privadamente racional independientemente del juicio que socialmente se haga sobre el

“riesgo moral” que habría en caso de eliminar la obligatoriedad de realizar ahorros previsionales: la estructura de incentivos (incluyendo subsidios para aportes bajos) “revela” la preferencia por recibir subsidios en vez de pagarlos, algo que agrega poca información.

- e) La conclusión sobre la decisión racional de no aportar de los trabajadores para evitar la “ilusión previsional” (“*pension illusion*”), en función de que el ahorro previsional podría ser muy riesgoso (según lo recuerda la crisis argentina reciente), nuevamente, es muy superficial. Primero, esta racionalidad también llevaría a menores deseos de realizar aportes en países desarrollados donde la cobertura previsional formal es mucho mayor que en América Latina, por lo cual hay otros elementos diferenciadores mucho más importantes (por ejemplo, cuál es el costo de la informalidad según sean las tecnologías de control de evasión, penalidades, presiones impositivas, etc.). Segundo, el riesgo de que los ahorros previsionales sean expropiados puede ser mayor en ausencia de la reforma previsional que incluya regímenes de capitalización. En efecto, la correcta interpretación del caso argentino (tomando en cuenta un horizonte de 30 años desde la reforma, y básicamente replicando el promedio de la historia pasada –que incluye un default-) indica que la ROR post-default del ahorro previsional en una AFP, cualquiera, es muy superior al alcanzable en el régimen de reparto, y también en una inversión “segura” como la caja de ahorro (aún sin tener en cuenta su confiscabilidad, también posible según se observó en la Argentina) o el ahorro en dólares depositados en una caja de seguridad (ver Urbiztondo y Auguste (2004)). El riesgo de expropiación del ahorro sólo se evita pagando un seguro muy caro y de limitado acceso para la gran mayoría de los trabajadores (esto es, la fuga de capitales al exterior).
8. Finalmente, el resumen del capítulo de síntesis contiene omisiones destacables respecto de cómo proceder a “reformas de segunda generación” sobre los regímenes previsionales de capitalización, y en particular, sobre cómo lograr una reducción del costo de administración del sistema, tratados de manera ambigua (y con sugerencias de distinta calidad) en el capítulo 10. En efecto, en esta síntesis se menciona la necesidad de proceder a reformas que incrementen la competencia entre AFP, pero no se hacen referencias a la necesidad de inducir a que la competencia existente (a menudo suficiente, ya que las rentas son disipadas) se vuelque hacia dimensiones que puedan ser más beneficiosas para los afiliados. También se menciona la necesidad de reducir las tasas de aportes de los pobres y los jóvenes (vía contribuciones complementarias del Estado, como en México, que sería la forma más razonable de hacerlo para evitar subsidios implícitos y dañar la correspondencia entre aportes y beneficios entre afiliados) para incrementar la cobertura sin notar que es el aporte de quienes tienen mayores ingresos el que debería reducirse para respetar la preferencia por un seguro de ingreso mínimo en la vejez (que el propio documento recomienda), sin mencionar la necesidad de reducir la presión impositiva sobre el empleo formal, y sin resaltar que la correspondencia entre aportes y beneficios privados del régimen de capitalización no debe restringirse regulatoriamente estableciendo elevados

requisitos de difícil cumplimiento que induzcan la informalidad y evasión previsional. En los capítulos 9 y 10 del trabajo se avanza sobre estos temas de una manera muy “*ingenua*”, proponiendo el reemplazo de impuestos al trabajo por el impuesto al valor agregado, y sugiriendo veladamente la fijación de topes máximos a las comisiones de las AFP, por ejemplo, puntos comentados en mayor detalle más adelante.

Críticas al capítulo 1 (Repensando la Seguridad Social)

Este capítulo contiene algunos aspectos descriptivos de las reformas previsionales llevadas a cabo en América Latina, algunos de sus resultados centrales, y algunas de las conclusiones que se elaboran en otros capítulos del texto, todos los cuales o bien no merecen mayores comentarios o bien serán revisados oportunamente en el capítulo donde se desarrollen. Vale la pena notar, mientras tanto, que se reconoce que la cobertura previsional (medida como el porcentaje de la población económicamente activa que realiza aportes al sistema formal mandatorio) aumentó inicialmente como resultado de las reformas –párrafo 1.14–, aunque luego se estancó.

Críticas al capítulo 2 (Reformas Estructurales a la Seguridad Social)

El capítulo 2 del Informe del WB describe en mayor detalle las reformas realizadas en la región. En su sección 2.5 de Conclusiones destaca que los proponentes del sistema de pilares múltiples han sugerido que el nuevo sistema distribuye y diversifica mejor los riesgos del ingreso en el retiro que el PAYG. En lugar de que el gobierno soporte principalmente el riesgo, el nuevo sistema, mediante la mezcla de garantías públicas, ahorros obligatorios y voluntarios, distribuye los riesgos demográfico, macroeconómico y de inversión sobre el ingreso en el retiro. Se esperaba además que el nuevo sistema tuviera efectos positivos secundarios (el pilar público reformado sería una mejor forma de proteger contra la pobreza en la edad de retiro y corregiría transferencias regresivas en el PAYG, y el ahorro en cuentas de capitalización tendría efectos de mediano plazo positivos sobre el mercado laboral (asignación más eficiente del trabajo y mayor cobertura) y el desarrollo del sistema financiero.

Es llamativo que en esta descripción de las reformas aparezca la cobertura como un objetivo secundario, mientras que tanto en la introducción como en los capítulos posteriores se la pone como objetivo principal.

La Tabla 2.1a no parece correcta: el “*total payroll tax rate post-reform*”, ya que no está claro si se incluyen o no como impuesto los aportes obligatorios a las cuentas de capitalización (en el caso de Argentina los incluye, pero en el caso de Chile aparentemente no); si no los incluyera, se observa un aumento en la carga impositiva sobre el empleo formal post-reforma (salvo en Chile), cuestión que sería relevante notar en el texto como elemento para explicar el supuestamente insatisfactorio crecimiento de la cobertura.

Críticas al capítulo 3 (La sostenibilidad fiscal de las promesas previsionales)

En este caso el capítulo de síntesis del informe del WB luce más balanceado que el contenido del capítulo 3. Concretamente, en la síntesis se dice que “*An analysis of government’s simulated total pension debts accumulated after 2001, and its rate of accumulation, on the whole shows a **dramatic improvement** in fiscal sustainability*

brought about by reforms (Figure 2). The simulations show substantial savings from the introduction of individual accounts and accompanying reforms, especially in Peru, Bolivia, Uruguay, Chile and El Salvador. However, in some cases the transition has proven more costly than expected...”, pero en el capítulo 3 se dice que “Although remaining public pension promises are fiscally more sustainable after structural reforms, the broader macroeconomic impact of making a portion of implicit pension liabilities explicit with the transition to private individual accounts, **is uncertain**” (énfasis agregado en ambos casos).

El reporte del WB muestra que la solvencia fiscal mejoró mirando dos medidas: el valor actual de la deuda implícita en los sistemas de reparto que se redujo luego de las reformas, y el valor de la deuda explícita que se acumularía después de 2001 (figura 3.2 de la página 34 del informe del WB). Este segundo indicador mide el endeudamiento del gobierno producido por el déficit de los sistemas de reparto residuales, pagos para mantener pensiones mínimas, aportes del gobierno al sistema previsional y el pago de bonos de reconocimiento por aportes al reparto anteriores a la reforma. Aquí se mide lo que ocurrió luego de la reforma y se compara con el hipotético caso de un reparto sin reforma. En 7 de los 8 países la reforma implica menos endeudamiento acumulado del estado para tres años de corte simulados (2010, 2020 y 2050) (la excepción es Argentina que se explica por la reducción de los aportes patronales y la transferencia de algunas cajas provinciales, y no por la reforma en sí).

Pero, posteriormente, el informe califica estos resultados porque la implementación de la reforma puede haber subestimado los problemas. El ejemplo son los fraudes que se dieron en Bolivia y alguna subestimación de los costos de transición en Chile. Pero lo que no dice el reporte es que la simulación del reparto también es ideal y no hay ninguna razón para pensar que los fraudes no hubieran ocurrido de igual o peor manera si hubieran continuado los sistemas viejos. Sugestivamente, el informe del WB omite un párrafo de uno de los background papers del trabajo. Así, Fiess expresa lo siguiente: “*To fully assess the impact of pension reform it is necessary to make a comparison to a counterfactual, which is unfortunately unobservable. In the case of Bolivia, social unrest forced minimum pension increases. As social discontent about economic conditions is likely to have occurred independent of pension reform, it is plausible that pension expenditures would have also increased under an unreformed system.*” (Página 9, énfasis agregado).

De hecho, los repartos eran abusados sistemáticamente (inflando los salarios al final de los años de aporte que eran usados como base de cálculo para las pensiones, dando jubilaciones a gente que no aportó, etc.). Por ejemplo, en Uruguay, la reforma de 1996 tuvo como principal elemento de ganancia fiscal la eliminación de los flujos de nuevos jubilados *ex-evasores* (es decir, los que obtienen el beneficio sin documentar fehacientemente sus años de aporte o las contribuciones realizadas). De acuerdo con proyecciones de Forteza⁸ la reforma genera una reducción de erogaciones de 2 puntos del PBI entre el año 2000 y 2015 bajo la hipótesis de cesar la jubilación de ex evasores, mientras que en caso contrario en el mismo período las erogaciones crecen 0.2 puntos del PBI. La propia experiencia de Bolivia resumida en la Caja 2 de la síntesis del informe del

⁸ Forteza (2003).

WB atribuye los mayores costos de transición a una interpretación poco estricta de la ley, al haber permitido un mayor número de retiros, a reclamos fraudulentos, a la indexación al tipo de cambio (luego abolida) y a la introducción en el año 2001 de una pensión mínima casi al doble del salario mínimo. Cada uno de estos factores podía haberse dado en el PAYG previo a la reforma si estaba la decisión política.

Luego el informe avanza en el problema de liquidez. Se argumenta que no existe evidencia de que las deudas implícitas en los sistemas de reparto hubieran castigado los ratings crediticios de los gobiernos y que, por lo tanto, al hacerla explícita se aumenta el riesgo de default. Esto se debería a que los gobiernos pueden reducir el déficit de los sistemas de reparto alterando las normas que los rigen (cosa que han hecho frecuentemente los países desarrollados sin que se considere eso como un default del gobierno). Luego el informe del WB avanza en analizar las vías por las cuales el costo de transición puede aumentar el riesgo país, pero dice que no existen estudios empíricos que muestren que las reformas pueden haberlos aumentado. Por lo tanto, podemos afirmar que no existe evidencia que permita concluir que los costos de transición previsionales hayan tenido impacto en la situación de solvencia de los países. De hecho hay experiencias diversas, y en un contexto regional difícil sólo la Argentina y Uruguay tuvieron problemas de deuda pública, así como Ecuador unos años antes sin que haya realizado reforma al sistema de reparto. Incluso hubo corridas importantes en Brasil que tampoco reformó su sistema de jubilaciones.

Por todo ello, la conclusión del informe en el párrafo 3.39 luce extemporánea y contradictoria con la evidencia presentada. *“Although the simulations presented in Zviniene and Packard (2002) show that structural reforms in Latin America are likely to deliver substantial reductions in public pension liabilities, fiscal sustainability is far from assured. Due to a different contractual nature of pension liabilities, a positive impact of pension reform on solvency is not as obvious as theoretical models claim. Further, pension reforms can create new implicit and explicit liabilities. While the benefits to economic growth from pension reform are important, the theoretical links between structural reforms and growth are not straight forward, and empirical evidence is still scarce. And finally, empirical evidence shows that pension reforms can produce severe cash-flow problems in excess of initially projected transition costs, and hence seriously constrain public sector liquidity”*.

Existen otras críticas a estas conclusiones más allá de que no reflejan adecuadamente lo expresado en el propio reporte y en la síntesis. Por un lado, el argumento de que la solvencia fiscal puede empeorar luego de la reforma se funda en la hipótesis de que la deuda implícita en los sistemas de reparto podría ser reducida por ajustes al PAYG y en la percepción de la solvencia que podría deteriorarse ante el problema de liquidez. El primer punto omite decir que así como se puede reducir la deuda implícita en los sistemas de reparto por decisiones políticas, también es posible tomar decisiones políticas que reduzcan el costo de transición de un sistema al otro de modo de financiar la transición con esfuerzo fiscal, como en buena medida hizo Chile. De la misma forma, a menos de un año de poner en funcionamiento el nuevo sistema, Argentina introdujo reformas a través de la llamada Ley de Solidaridad Previsional, que entre otras cosas eliminó la indexación de los haberes del subsistema público a los salarios de aporte. En la medida que el nuevo sistema conserva un pilar público de reparto, es posible introducir ajustes

paramétricos (en la edad de retiro, años de aporte, tasa de reemplazo, etc.) que operen en el mismo sentido que lo hacían previo a la reforma. Respecto de la percepción de solvencia el propio informe destaca que no hay evidencia que pruebe este punto y de hecho menciona que en el caso mejicano la reforma no aumentó el riesgo país (figura 3.3).

De todas formas, esta observación del informe del WB sobre la distinta naturaleza contractual de la deuda explícita post-reforma previsional es contradictoria con el escepticismo que el WB demuestra sobre la capacidad de dicha reforma para evitar el riesgo político de apropiación de los fondos previsionales, puesto de manifiesto en el capítulo 7 en base a un análisis superficial de la crisis argentina reciente.

Respecto de la relación entre la reforma y el crecimiento (que de ser positiva mejoraría la solvencia fiscal para una política fiscal dada) nuevamente la evidencia que incluye el reporte es positiva para la reforma al citar el trabajo de Corbo y Schmidt Hebbel. No se muestra otra evidencia empírica que apunte en sentido contrario y se critica a este trabajo porque se basa en supuestos acerca de la reforma y su impacto en el crecimiento que “*are far from certain*”. En este punto cita un trabajo de Nicolas Barr que argumenta que se necesitan tres pasos para que la reforma mejore el crecimiento: a) que aumente el ahorro, b) que el nuevo ahorro se transforme en más y mejor inversión; c) que la inversión aumente el producto. En este sentido es llamativa la falta de objetividad para el análisis y la contradicción con lo manifestado en el mismo documento sólo dos páginas después.

Para que la reforma no aumente el ahorro uno tiene que adherir a la llamada “Equivalencia Ricardiana”, popularizada por el trabajo de Robert Barro (1974).⁹ Ha habido una larga discusión empírica entre Barro y Martin Feldstein sobre este punto y si bien uno podría argumentar que la misma no está formalmente saldada, la hipótesis de descuento perfecto del futuro de Barro parece algo extrema. El reporte del WB no entra en esta discusión empírica ni en la existente para América Latina resumida en un libro del BID de 1997 (Gavin et al (1997)) que sugiere que la equivalencia ricardiana no se sostiene en América Latina ya que se muestra evidencia, por ejemplo, de que aumentos en el ahorro público aumentan la tasa de ahorro nacional. Por ello, la conclusión respecto del primer paso de los tres citados estaría más bien saldada a favor de las reformas de sistemas de pensión si se hubiera analizado la literatura empírica más a fondo.

Sugestivamente, el informe del WB omite incluir una nota al pie de página de uno de los background papers encargados para el estudio. Fiess, en la nota 6, dice “*The limited empirical evidence appears to indicate that growth effects of pension reforms are positive (e.g. Feldstein and Samwick (1996), Kotlikoff (1996), Holzmann (1997), Walker and Lefort (2002), Corbo and Schmidt-Hebbel (2003). However, since most of the empirical evidence for Latin America is for Chile, more country evidence is needed before this claim can be generalized*”. Si bien Fiess omite incluir la evidencia citada en Gavin et al. para la región (que aleja la evidencia empírica de la tesis de Barro), parece tomar partido por la tesis de Feldstein. Trabajos más recientes (Davis y Hu (2004) aportan nueva

⁹ La llamada equivalencia ricardiana lleva a concluir que la gente no considera que los bonos públicos sean riqueza porque descuenta perfectamente que tendrá que pagar más impuestos en el futuro para hacer frente a la deuda pública. Extendiendo el argumento a la reforma previsional, la misma no debería tener ningún efecto en la tasa de ahorro porque los aportes a las cuentas de capitalización serían compensados con reducciones en otras formas de ahorro.

evidencia al efecto positivo de las reformas previsionales sobre el crecimiento económico.

También aparece una clara contradicción. Como fuera dicho, para que no exista efecto positivo sobre el ahorro debe creerse que se cumple la equivalencia ricardiana. Dos páginas después, al mencionar que puede haber un efecto negativo por los costos de transición se dice que ello ocurre si los mercados tienen “*fiscal illusion*”, es decir, son miopes. Si ello es así estaríamos lejos de un mundo en el cual se da la equivalencia ricardiana, a menos que uno suponga que las familias descuentan perfectamente el futuro y no así los mercados financieros. Esta contradicción en sólo dos páginas sugiere que los autores del informe seleccionan con sesgo la evidencia o los argumentos de modo tal de siempre aparecer criticando la reforma previsional.¹⁰

Respecto del segundo y tercer paso los comentarios son poco relevantes para juzgar las bondades de la reforma porque los mismos son aplicables a cualquier aumento del ahorro. De todas maneras, existe una larga literatura en la región que sugiere la importancia de aumentar el ahorro nacional para reducir la vulnerabilidad a la volatilidad de los ingresos de capitales (los “*sudden stops*” popularizados por Guillermo Calvo economista jefe del BID). La evidencia de Gavin et al. citada anteriormente también sugiere que aumentos en el ahorro nacional llevan a aumentos en la inversión.

Finalmente, si la inversión aumenta o no el crecimiento. Para suponer que no, hay que creer que sólo son válidos los modelos neoclásicos de crecimiento en los cuales la inversión aumenta el nivel del producto pero no su tasa de crecimiento de largo plazo. Ello sugiere que debe ignorarse toda la literatura más moderna de crecimiento endógeno que tiene una larga lista de seguidores que sugiere que la inversión mejora la tasa de crecimiento (por procesos de “*learning by doing*”, externalidades, etc.). Nuevamente, el informe del WB omite incluir literatura relevante que lo hubiera llevado a una conclusión diferente.

El último punto se refiere a los problemas de liquidez para el gobierno que crean las reformas. Posiblemente esta conclusión esté basada en el caso argentino. Pero una lectura adecuada del mismo muestra que la reforma en sí poco tuvo que ver con la crisis de deuda desatada en 2001/2002.

En el año 1994 se realiza la reforma que habilita la opción de las cuentas de capitalización en la Argentina y, al mismo tiempo, se hacen más estrictas las condiciones para acceder a una jubilación en el sistema de reparto. Posteriormente, se adoptan otras decisiones que también restaron ingresos al sistema previsional como la rebaja de aportes patronales, o aumentaron sus egresos, como la absorción de algunas cajas provinciales. Es evidente que las dos últimas decisiones no tienen nada que ver con una reforma previsional: una se trata de una medida de política tributaria y la segunda de un subsidio a los gobiernos provinciales que se utilizó para que éstos apoyaran determinadas políticas del gobierno nacional.

¹⁰ Otra contradicción más sutil se puede ver cuando se describe en el capítulo 4 (Caja 4.1) cómo algunos desarrollos del mercado de capitales fueron impulsados por la reforma de pensiones. Una segunda interpretación de la hipótesis de Barro llevaría a que la reforma no tendría efecto alguno sobre el desarrollo del mercado de capitales (“no habría nada que el Estado pueda hacer que el mercado no haya resuelto antes”).

En el trabajo de Rofman, documento de apoyo del Informe del WB, se cuantifica cuánto del déficit previsional del período 1994-2002 es atribuible a cada uno. El déficit acumulado que produjo la reforma del 1994 es de sólo 4 puntos del PBI, la absorción de las cajas provinciales le costó al estado 6 puntos del PBI y la rebaja de aportes patronales 8 puntos. Si se toma como referencia que la deuda pública aumentó del 36% del PBI en 1994 al 54% en el 2001, puede verse que la reforma previsional tuvo poco que ver con la crisis de la deuda pública argentina. Argumentar que el gobierno argentino tuvo un problema de caja por una reforma que en 9 años aumentó el déficit fiscal en un promedio de 0,4% del PBI por año parece una clara exageración. La crisis de deuda de la argentina tiene que ver con otras causas que la hicieron no sostenible. Del mismo modo se puede señalar que en Uruguay la reducción de ingresos propios del sistema de seguridad social observada en los últimos años no sólo se explica por factores cíclicos, y por la pérdida relativa de participación del empleo público en el total, sino también por la generalización de exenciones sobre las contribuciones patronales a la seguridad social (es decir, por la pérdida de recursos fiscales asociada a decisiones tributarias que implican cambios en el financiamiento de la seguridad social, no en el diseño de la misma). Estimaciones preliminares del BPS (Banco de Previsión Social) indican que el costo tributario de estas exenciones se estima en torno al 1% del PBI por año.

En resumen, en el capítulo 3 del informe del WB se empieza con una opinión favorable de la reforma en cuanto a la solvencia fiscal para luego cuestionarla por costos de transición mayores a los esperados, menor relevancia de la deuda actuarial implícita en los PAYG, dudoso impacto sobre el ahorro y la inversión, y problemas de liquidez para el gobierno. Mientras el propio informe provee evidencia estadística favorable a la reforma, especula sobre los problemas ignorando evidencia que apunta en sentido contrario, hace una lectura equivocada de la crisis argentina y utiliza comparaciones poco objetivas.

Críticas al capítulo 4 (Los beneficios financieros de la reforma previsional)

El capítulo 4 del informe del WB analiza cómo la reforma ha impactado en el mercado de capitales de los países de la región. Se hacen algunos comentarios elogiosos y algunas críticas pequeñas en las dos primeras secciones. Lo llamativo es que no se hace una comparación con otros países de la región o emergentes que no hicieron reformas, sino que se compara entre países que si reformaron y se hacen algunas alusiones a la liquidez de los países de la OECD, *benchmark* claramente inadecuado para evaluar una reforma previsional en América Latina. Los puntos interesantes a analizar eran si la reforma ayudó a desarrollar el mercado de capitales y a aumentar el ahorro, y ninguno tiene una respuesta clara en estas secciones. Sólo hay referencias puntuales de escaso valor empírico. Por ejemplo, que los fondos de pensión invierten mucho en bonos públicos y no parecen tener cifras muy importantes de acciones, pero no se responde a la pregunta de cómo hubieran sido las participaciones en la riqueza financiera de las familias de ambos activos en el hipotético caso en que no se hubieran realizado las reformas.

La sección 4.3 parte de suponer que la industria de AFP es un oligopolio (que no traslada plenamente sus ganancias a los inversores, según se afirma en la página 4 de la síntesis, concepto por ende equiparable a un oligopolio “insuficientemente competitivo”, vgr., un “cartel”), ofreciendo como evidencia que las participaciones de mercado de las dos líderes son el 66% del total. Para ello obtiene el promedio simple de 9 países ignorando varios puntos:

- El tamaño reducido de los mercados latinoamericanos lleva a que sea bastante usual que pocas empresas tengan una participación importante.
- No se revisa ninguna evidencia que permita ayudar a discernir si ello se debe a economías de escala (hay estudios de FIEL que así lo sugieren).
- Peor aún, la simple lectura de la Tabla 4.5 permitía hacer al menos un comentario en este sentido, ya que en las economías de mayor tamaño (Argentina, México, Colombia y Chile) la participación de mercado de las dos líderes es inferior a los otros cinco casos (Bolivia, Costa Rica, El Salvador, Perú y Uruguay).
- Tampoco se analiza la estabilidad de esas participaciones de mercado y la rentabilidad de los actores. La literatura sobre oligopolios sugiere participaciones de mercado estables y beneficios para todos los participantes del cartel. Tanto los casos de Argentina y Chile (al menos) muestran participaciones que se modifican bastante, rentabilidades negativas para algunas AFP y entrada de un nuevo actor en el caso argentino. Esta evidencia sugiere que se debe analizar en mayor detalle la hipótesis del cartel en la industria. Es llamativo que no se haya contratado un documento de apoyo sobre este punto y que se haya aceptado (sin definirlo explícitamente y sin mayor análisis) que la industria es un cartel.
- Finalmente, la alta concentración en un mercado no lleva a suponer que existe un problema para los consumidores. El viejo paradigma de que mercados concentrados llevan a precios superiores a los de competencia hace décadas que ha dejado de ser una guía en el estudio de casos antitrust en Estados Unidos. Un mercado muy concentrado sólo sirve como señal para que las autoridades inicien investigaciones. Es llamativo que el WB acepte que la industria de AFP es un cartel en América Latina, cuando al menos en la Argentina, Colombia, México y Uruguay no ha habido ninguna denuncia concreta ante las autoridades de defensa de la competencia y en Chile se estudió informalmente el caso de las AFP y no se inició un estudio formal. Si los expertos en el tema en cada país no han considerado que existen elementos suficientes para encarar un estudio sobre el presunto oligopolio de las AFP ¿porqué el WB sostiene la tesis del cartel sin estudios adicionales que le permitan llegar a esa conclusión?

Además, en el informe del WB se señala, comentando la tabla 4.5 (erróneamente referida como tabla 7 en el texto), que –además de Bolivia– “en los otros países el grado de concentración es muy alto”. Olvida mencionar si la concentración se mide por afiliados o por fondos administrados, pero en cualquier caso es falso que la concentración sea elevada en Argentina, México o Colombia, al menos (todos casos donde las dos AFP mayores no llegan a representar al 50% del mercado). Indica por otra parte que esta concentración se explica por las regulaciones sobre fondos únicos, límites a los traspasos, reglas de inversión y falta de opciones de elección individual que crean “*las condiciones perfectas para una industria altamente concentrada*”, pero olvida mencionar que existen economías de escala –aunque agotables en mercados grandes– que explican tal concentración como un resultado eficiente.

En el párrafo 4.31, al final, señala que la regulación sobre resultados de las AFP, que obliga a tener un rendimiento dentro de una banda alrededor del rendimiento promedio, puede explicar la elevada homogeneidad y el conservadorismo de las carteras de

inversión de las distintas AFP. Esto es obvio, pero no está claro si el WB querría cambiarlo (ampliar la banda, por ejemplo, o establecer garantías absolutas en vez de relativas). Si quisiera cambiarlo, debería notar que ello reducirá aún más la relevancia que los afiliados asignan a la dimensión precios (comisiones), y que por ende cabría esperar que la competencia entre AFP (para captar nuevos afiliados vía traspasos) se concentre más en la diferenciación y menos en las menores comisiones. Desde el punto de vista del WB, éste aparentemente no sería un resultado deseable, pero el punto ni siquiera es advertido en el informe.

Es posible que algunas de las conclusiones del informe se hayan visto influidas por la coyuntura del momento en el cual fue elaborado. Por ejemplo, el párrafo 4.39 habla de que “...*The collapse in liquidity in international markets in 2000/2001, however truncated the hopes of most Latin American governments. The Argentine crisis spread to Uruguay, which lost its investment grade rating. International investors have stampeded from Colombia, which also lost investment grade status.*”. Al finalizar el año 2004 los *spreads* de los bonos soberanos de la mayoría de los países latinoamericanos se encuentran en niveles muy bajos y varios han mejorado los ratings crediticios. El comentario algo alarmista del informe ha quedado desactualizado.

En las conclusiones del capítulo 4 se reconocen algunos aspectos positivos de la reforma de pensiones sobre el desarrollo del mercado de capitales, pero se los califica porque: a) lo mismo podía haberse logrado si el mismo marco regulatorio se hubiera aplicado a la industria de fondos mutuos; b) el mayor impacto positivo ha sido sobre el mercado de bonos públicos; c) la estrategia de invertir y quedarse con determinados activos no ayuda a la liquidez del mercado; d) la estabilidad de los mercados de activos financieros es en buena medida artificial; y e) la estabilidad macroeconómica es esencial para que los mercados de capitales aprovechen las inversiones de los fondos de pensión.

Algunas de estas calificaciones parecen algo exageradas. Por ejemplo, respecto de la primera, cabe preguntarse porqué no se hicieron antes reformas en la industria de fondos mutuos, que existen en la región hace varias décadas. Es cierto que la regulación fue algo rígida, pero ello puede justificarse en los temores al fraude tan comunes en las crisis financieras de la región. Aún a pesar de las diferencias entre los propios países reformistas, no ha habido casos de fraude en la industria de las AFP.

Críticas al capítulo 5 (Las ganancias sociales por la reforma previsional)

Impacto sobre la equidad

El informe del WB en la primera parte del capítulo 5 analiza el impacto sobre la equidad de la reforma previsional a partir de simulaciones, ya que dice que existe poca evidencia que permita medir los resultados en este campo. La conclusión de estas simulaciones es que los sistemas PAYG eran regresivos (las tasas de retorno eran mayores para los ricos que para los pobres) y la reforma habría atenuado esa regresividad (incluso la revierten en los casos de Argentina y Chile).

En la sección 5.1 el informe hace referencias a elementos regresivos o desigualdades indeseables pre y post-reformas, pensados en términos de que lo “neutral” (justo) es la proporcionalidad (igualdad de comisiones porcentuales) y la suposición de que el número de años con aportes y con beneficios de cada individuo corresponden al promedio del

sistema. Así, resulta regresivo para el WB que los beneficios previsionales se basen en ingresos y no en necesidades, e injusto que no se utilice la misma tabla de mortalidad de hombres y mujeres. Se infiere por lo tanto que el WB piensa al ahorro previsional en términos de la política fiscal y no como un servicio (donde los criterios de no-discriminación o neutralidad deben referirse a los costos del servicio que recibe cada beneficiario). En efecto, teniendo en cuenta que lo que se analiza aquí es la provisión de un servicio, siendo el costo de atención de cada cliente (afiliado) mayormente independiente del monto por él aportado (o del ingreso sujeto a aportes), la estructura tarifaria “justa” o “neutral” o “no discriminatoria” debería basarse centralmente en cargos fijos (y por ende relativamente iguales en valor absoluto para afiliados de distintos ingresos, implicando comisiones que expresadas como porcentaje del ingreso –o del aporte– serían fuertemente decrecientes). Así, haciendo referencia al costo (fijo) del servicio, comisiones porcentuales similares son claramente discriminatorias (pues implican distintos pagos absolutos por parte de distintos afiliados que no responden a diferencias en los costos del servicio recibido).

En la sección 5.2 el informe avanza en la discusión de los trabajadores informales. La preocupación parece ser que como el gobierno puede terminar afrontando el pago de una parte de los beneficios de los trabajadores cubiertos por el sistema previsional y el financiamiento de ese gasto provendrá también de los sectores informales, puede haber inequidad. Quizás la preocupación del informe quede mejor representada en el primer párrafo del capítulo 5 cuando se dice “...*However, the large proportion of the workforce employed in informal activities in developing countries hinders realization of an equitable pension system even if a multipillar system is put in place, because informal workers will remain largely uncovered under the reformed system, but nevertheless share the tax burden of financing minimum guarantees. Therefore, increasing coverage is crucial not only to help households manage risks, but also to generate equitable outcomes..*”. (énfasis agregado).

Si bien la preocupación por la informalidad y la distribución del ingreso son genuinas, no parece que ellas deban guiar una reforma previsional teniendo en cuenta que el gobierno cuenta con otros instrumentos de política posiblemente más adecuados. A través del sistema previsional en el mejor de los casos se puede atender los problemas de pobreza en la edad de retiro, dejando de lado a los pobres de menores edades. Cabe observar sin embargo que cualquier sistema contributivo de pensiones, sea este de reparto o de capitalización, enfrenta el problema que la tasa de descuento de la población más pobre es elevada, y por lo tanto la probabilidad de que participen del sistema contributivo es baja (el argumento está elaborado en el background paper de Packard, Shinkai y Fuentes). De modo tal que, a menos que la reforma del sistema logre invertir la desigualdad entre tasa de descuento y tasa de retorno, la probabilidad de contribuir de los pobres se mantendrá baja.

Pero el párrafo contiene supuestos inadecuados. Por ejemplo, la presunción de que la carga tributaria sobre los informales es similar a la de los formales, y la omisión de programas de gasto que pueden también favorecer en mayor medida a los informales (de

hecho si la pobreza es mayor entre los informales y se focaliza el gasto público en los pobres, éstos recibirían un mayor beneficio del gasto público).¹¹

En la caja 5.2. se dice que mejorar la cobertura fue un objetivo central de la reforma, pero llamativamente no se contrasta esa afirmación, obtenida de un trabajo del propio WB de 1994, con los objetivos de las leyes previsionales (más generales y por lo tanto distintos), más allá de que la reforma pueda haber ayudado a mejorar la cobertura.

La cobertura

En la sección 5.3 del informe del WB se cita un trabajo encargado para el informe realizado por Packard (2001). Se realiza un análisis de panel para 18 países en el período 1980-1999 que concluye que luego de controlar por el nivel de desarrollo y por el impacto del ciclo económico, la introducción de cuentas individuales tiene un impacto “positivo pero pequeño” sobre los incentivos a participar en el sistema previsional. Luego cita un documento de apoyo de Valdés Prieto que sugiere que otros factores afectan la cobertura (observaciones mucho más relevantes que las que se priorizan en la síntesis del documento del WB). También se observa, basado en la experiencia de Chile y Perú, un aumento en la *densidad de las contribuciones*, es decir el porcentaje de la vida laboral que los individuos contribuyen a un sistema formal (Packard, 2002, y Barr and Packard, 2002b), respecto de lo observado en los sistemas de pensiones antes de las reformas.

Cuando se propone evaluar, en la sección 5.3, si las reformas mejoraron los incentivos para realizar aportes al sistema formal, midiendo cobertura como el porcentaje de la población económicamente activa que hace aportes, olvida cuestionar si los supuestos que implícitamente se hicieron al inicio de la reforma (en cuanto al contexto macroeconómico estable, desempleo estable, pobreza estable, presión impositiva sobre el trabajo y sobre actividades formales estable, etc.) se cumplieron o no. En Urbiztondo y Auguste (2004) se demuestra la importancia que tuvieron el desempleo, la pobreza y el porcentaje de población rural sobre la cobertura previsional en los países que reformaron sus sistemas previsionales en América Latina antes del año 1999.

En el párrafo 5.29 menciona, al pasar, que la densidad de contribuciones post-reforma creció mucho en Chile y Perú, lo cual debería ser resaltado por cuanto ello equivale a la reducción del fraude y mayor sustentabilidad de los sistemas previsionales en quiebra antes de las reformas, objetivos explícitamente reconocidos por el WB en 1994. No vincular este logro con la mayor dificultad de incrementar la cobertura (ya que de hecho las reformas significaron el fin de pensiones no contributivas vía fraude o mínimos requisitos de aportes, insostenibles financieramente), es un grueso error analítico.

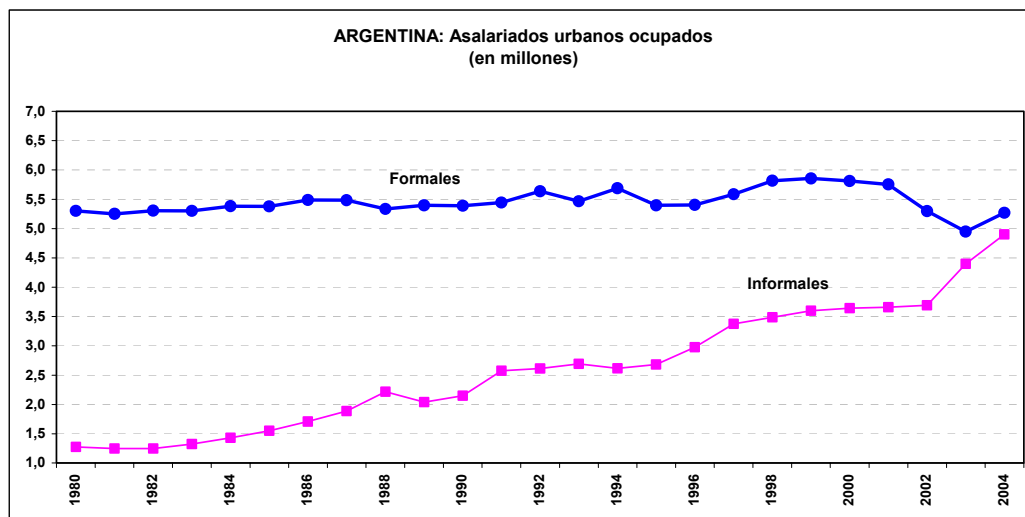
En las conclusiones (párrafo 5.31) se menciona que “*Despite the positive impact of the pension reform on workers’ incentive to seek coverage, the share of workers who contribute to the formal retirement security systems, even in wealthier countries in Latin America that offer individual accounts –reaching barely above 65% in a few cases- is still low relative to OECD countries and guards strongly against complacency...*”

Esta conclusión parece nuevamente algo exagerada. Tomar como *benchmark* la OECD luce extemporáneo. Se podían haber realizado críticas similares respecto de la mayor

¹¹ La eficacia de los programas sociales focalizados es cuestionable en la región, pero no es claro que el efecto final haya sido negativo para los informales.

evasión fiscal u otros indicadores que parecen depender más de problemas generales de América Latina que de lo que pueda ocurrir con la reforma de los sistemas previsionales. Ni la reforma del PAYG ni cualquier otra reforma aislada hubiera permitido que los países de la región se parezcan a los de la OECD en sus indicadores. De hecho, el propio informe menciona en el párrafo 5.26 que la mayoría de los análisis carecen de controles adecuados por cambios en las condiciones macroeconómicas, o en variables de política que –si bien no refieren al diseño del sistema de seguridad social- afectan los resultados en el mercado de trabajo.

El cuadro adjunto a continuación, a modo de referencia, ilustra sobre la evolución del empleo asalariado formal e informal en la Argentina en los últimos 25 años (1980/2004). Se observa una fuerte expansión del empleo informal en los 15 años previos a la reforma y durante la reciente crisis macroeconómica, y un débil aumento del empleo formal en el período inmediato posterior a la reforma (1995/2000). Otros factores, sin embargo, deben explicar el crecimiento persistente de largo plazo en la proporción de informales.



En el mismo párrafo 5.31 el informe señala que “...*The relatively small share of contributors in the labor force, indicates that the wedge created by the payroll tax to public PAYG systems prior to reform was just one of many possible factors that still lead certain groups of workers to turn away from government mandated retirement-income protection*”. Esta segunda parte de la conclusión refiere a la política tributaria en materia de seguridad social, y constituye una crítica al resto de políticas que no se reformaron, más que a la reforma previsional. En verdad, la mayor cobertura previsional no depende sólo del cambio desde un sistema de reparto hacia uno de capitalización (lo cual permite mejorar la correspondencia entre aportes y beneficios previsionales, reduciendo el componente impositivo implícito en el sistema e incrementando por ende la participación voluntaria), sino también de la evolución de la presión impositiva sobre el empleo formal (objetivo fiscal), el cambio en los requisitos mínimos para acceder a beneficios previsionales (contributivos o no contributivos, dañando en el primer caso la

correspondencia deseada y en ambos casos desalentando la participación voluntaria de quienes antes aportaban porque esperaban recibir en la vejez subsidios implícitos que dejaron de estar disponibles, pero necesarios para aliviar el problema del fraude y la inequidad horizontal del viejo sistema), el incremento en la edad de jubilación (objetivo fiscal y de sostenibilidad del sistema), la situación social (pobreza y desempleo, exógenos a la reforma previsional), etc.

Tampoco se toma explícita y claramente en cuenta que, aún sin una reforma previsional que introdujera un componente de capitalización, el abuso de los sistemas previo a las reformas (que artificialmente lograban relativamente elevadas tasas de cobertura porque en buena medida se otorgaban beneficios no contributivos) los tornaba inviables y por ende requería cambios que llevarían, *ceteris paribus*, a caídas en las tasas de participación. Vale decir, la situación pre-reforma anunciaba una caída en la cobertura (que sin embargo no se produjo, según se indica en el cuerpo principal del documento).

Tampoco el informe contempla que la región sufrió problemas económicos desde 1998 en adelante, que sólo han sido superados recientemente. El contexto macroeconómico no fue el mejor para mostrar incrementos importantes de cobertura.

Además, ha habido otros cambios que el propio informe destaca en el capítulo 2 y que no son tenidos en cuenta, al menos en la forma en que se escriben algunas conclusiones en el capítulo 5. Por ejemplo, en la página 15 se menciona que la mayor competencia llevó a una relocalización de la fuerza de trabajo. “... *Changes in the relative size of different branches of the economy show a clear increase in the number of workers employed in small firms, temporarily employed and self employed, and a fall in the number working in large private firms and in the public sector.*” Dada la mayor informalidad que caracteriza a las empresas pequeñas y a los trabajadores autónomos este cambio debió haber reducido la cobertura del sistema previsional, cualquiera hubiera sido su forma de organizarse (PAYG o cuentas individuales de capitalización). Nótese que el trabajo de Packard (2001) citado en el capítulo 5 controla por el efecto del ciclo económico y del nivel de ingreso per cápita, pero NO por estos cambios en la composición de la demanda laboral.

Tampoco se compara la evolución de la cobertura previsional en países con reformas vs. otros países en la región donde se realizaron ajustes que hicieron más estrictos los requisitos sin cambiar el carácter de reparto. Tomando la relación aportantes / afiliados del régimen de reparto y el de capitalización post-reforma en la Argentina, la única inferencia posible (si bien podrían existir explicaciones alternativas, y aunque tal relación no es el mejor indicador de cobertura) es que la cobertura previsional sería más baja si no existiera el régimen de capitalización (concretamente, la relación aportantes / afiliados cayó mucho más en el régimen de reparto que en el de capitalización, pasando de un valor superior inicial a otro claramente inferior; ver cuadro a continuación).

Relación Afiliados / Aportantes, Argentina, 1994-2004

Año	Total	Por Régimen Jubilatorio	
		Reparto	Capitalización
1994	73,1%	90,5%	55,1%
1995	61,5%	69,9%	53,4%
1996	58,4%	64,1%	54,0%
1997	57,1%	56,4%	56,3%
1998	53,4%	51,0%	53,1%
1999	49,5%	46,5%	49,6%
2000	44,0%	38,2%	44,5%
2001	40,5%	33,6%	41,3%
2002	36,0%	28,9%	37,1%
2003	38,3%	29,9%	39,4%
2004	38,6%	29,6%	39,9%

Fuente: Urbiztondo y Auguste (2004).

La abrupta caída en la relación de aportantes a reparto es tanto más importante si se tiene en cuenta que los afiliados al subsistema de reparto son básicamente empleados públicos, los que al momento de la reforma eran mayores de 45 años, y una parte de los autónomos. El primer grupo generalmente presenta alto cumplimiento, mientras que los más próximos a jubilarse deberían tener un alto incentivo a realizar aportes (según reconoce el informe del WB en la página 194 según se indicó anteriormente).

Finalmente, en el párrafo 5.32 de la conclusión, el informe del WB señala que la cobertura está cayendo en Argentina si ésta se mide como el porcentaje de nuevos ancianos que reciben jubilaciones. Al respecto, ello no puede juzgarse como un resultado permanente de la reforma, ya que quienes están en edad de jubilarse ahora no han participado del régimen de capitalización. En efecto, se trata de un resultado transitorio, producto seguramente del alargamiento de la edad de retiro y del mayor número de años con aportes requerido, elementos que hacen a la reducción del fraude y la mayor sostenibilidad financiera del sistema previsional.

Críticas al capítulo 6 (Cómo los individuos ven el sistema de pensiones)

En el capítulo 6 del informe se analiza este punto. El primer párrafo, que procura ser una síntesis de lo expresado en los capítulos previos, muestra un llamativo cambio de énfasis al decir que “...countries in Latin America that adopted the multi-pillar model...saw improvements in the economic sustainability and socioeconomic orientation of social security systems, and have also increased financial sector depth. These were often the stated goals of the reform and the evidence shows that countries have, **to varying degrees, been successful.**” (énfasis agregado).

En la sección 6.2, utilizando la teoría de seguros, se concluye que desde el punto de vista del individuo el auto-aseguro a través de ahorro individual es mejor para hacer frente al riesgo creciente de una larga sobrevivida luego del retiro, mientras que el riesgo de ser pobre en la vejez se vuelve cada vez más raro y, por lo tanto, es mejor manejarlo contratando un seguro. De esta forma, se puede concluir que las cuentas de capitalización son mejores que el PAYG para suavizar el patrón de consumo a lo largo de la vida, mientras que se necesita de un esquema redistributivo / “solidario” para atender el riesgo

de pobreza en la vejez. Ello supone, como se dice en el párrafo 6.12 que hay ingresos crecientes y que las perspectivas de pobreza en la vejez se reducen en América Latina, justificando programas con beneficios definidos, financiados por impuestos al trabajo o de rentas generales.

Entonces, el supuesto que justificaría el pilar distributivo de reparto es que la pobreza en la vejez se irá reduciendo, al mismo tiempo que se menciona en el informe la alta participación del empleo informal en la región. Suponer ingresos crecientes que reduzcan a un evento raro la pobreza en la edad de retiro en América Latina parece algo optimista para las próximas décadas, en función de lo observado en las décadas inmediatas pasadas.

Pero el argumento del WB sobre porqué los riesgos de ocurrencia frecuente deben ser cubiertos vía ahorro individual, y los riesgos de ocurrencia infrecuente vía *pooling*, es muy llamativo. El documento explica que ello es así debido a que al aumentar la frecuencia de ciertos riesgos (pobreza en la vejez), el costo del seguro (*pooling*) aumenta vis-à-vis el costo de ahorro individual (supuestamente igual a la tasa de interés, denominada en el informe como “el costo implícito o precio sombra del ahorro”). Textualmente, en el párrafo 6.7, dice que “*al aumentar la probabilidad de una pérdida determinada, el costo del pooling para asegurar dicha pérdida aumentará, (pero) el precio implícito o sombra del ahorro no cambia*”.

Aparecen varios problemas con este razonamiento. En primer lugar, un aspecto central para definir el auto-seguro es el grado de control individual o información privada sobre el riesgo (que dan lugar a problemas de “riesgo moral” y “selección adversa”, respectivamente), ninguno de ellos mencionado aquí (el WB los menciona después, pero sin ningún efecto práctico para modificar su prescripción). En segundo lugar, aún cuando la tasa de interés sea constante, la mayor probabilidad de la pérdida exige un mayor nivel de ahorro, lo cual tiene un costo creciente en términos del nivel de bienestar alcanzable (suponiendo que alargar la vida no genera un incremento de utilidad, o bien haciendo referencia al “bienestar promedio anual”), lo mismo que ocurre con la mayor prima del seguro *pooling*. En otras palabras, el hecho de que el precio al que pueda transferirse ingresos del presente al futuro no cambie, no implica que la utilidad no sea menor cuando el ahorro debe ser mayor para cubrir un riesgo creciente. Vale decir, la frecuencia de la pérdida es relativamente irrelevante para determinar si debiera haber ahorro individual o *pooling* entre individuos, por lo menos en comparación con los mucho más importantes efectos de incentivos (acciones e información oculta) que se destacan en la literatura sobre seguros. Un argumento que abonara la propuesta del WB sobre esta cuestión podría ser la inestabilidad de las distribuciones de riesgo, con pérdidas contagiadas entre individuos (por ende muy grandes en conjunto en algunos períodos, y muy pequeñas en conjunto en otros períodos, dificultando la solvencia de compañías de seguro privadas), pero no es eso lo que dice el WB.

Críticas al capítulo 7 (El desempeño de las cuentas de capitalización desde la perspectiva individual)

Este capítulo es sumamente defectuoso y “*engañoso*”, particularmente al evaluar las comisiones de las AFP, pero también al comparar sistemas descentralizados (competitivos) con opciones de administración centralizada y al interpretar los riesgos

que implica la adquisición de deuda pública por parte de las AFP (y lo que implicó el default de dicha deuda en el caso de la Argentina en particular).

Administración centralizada vs. descentralizada de los ahorros previsionales

En la Caja 7.2 queda claro que los sistemas con “*notional defined contribution*” (NDC) son prácticamente iguales a los PAYG, con la diferencia de que en los primeros se procura una mayor correspondencia entre contribuciones y beneficios que en los segundos). La preferencia del WB por los NDC que se lee entre líneas –porque son mucho más baratos que los regímenes de capitalización en competencia– es una manifiesta “*falacia de Nirvana*” (esto es, la comparación de un sistema real imperfecto con un sistema perfecto sólo en teoría, y como producto de omitir reconocer explícitamente los supuestos irreales en los que se basa),¹² en la cual se olvida que los sistemas competitivos otorgan mayores incentivos para el cumplimiento de los contratos, el no abuso por mal uso de excedentes de aportes temporarios en forma de beneficios no contributivos disfrazados, etc. En el párrafo 7.12 el WB indica incluso que “*el riesgo de agencia es intrínseco a los sistemas administrados privadamente*”, lo cual es otra falacia de Nirvana (¿olvida la expropiación de ahorros previsionales que significó el PAYG en la Argentina durante los 1980s?). Preferir los NDC al régimen de AFP es algo muy parecido a concluir que las reformas que introdujeron regímenes de capitalización en América Latina fueron un fracaso. Si ello fuera en base a argumentos correctos, no sería algo criticable, pero aquí aparece sin fundamento empírico alguno.

Rendimiento y riesgo confiscatorio en las carteras de las AFP

En el párrafo 7.16, al concluir sobre los datos de rentabilidad bruta de los fondos de pensión consignados en la Tabla 7.1 –con un mínimo en 6.6% real anual en Perú y un promedio lineal superior al 9.5%–, indica que, en general, el rendimiento de las inversiones “*parece adecuado*” (énfasis propio). ¿Cuánto hubiese sido un rendimiento “*contundentemente alto*”?

Por otra parte, también se concluye que los rendimientos reales han sido altos, en parte influidos por regulaciones del gobierno que limitaron carteras más diversificadas (por ejemplo, inversiones en el exterior), y que la concentración en bonos públicos podría no ser un problema al eliminarse el PAYG en países como Chile que tiene un desempeño fiscal y macroeconómico reconocido, pero despierta dudas en el caso argentino.

Los límites a la diversificación y la inversión en bonos públicos, que en muchos países de la región no tienen “grado de inversión”, plantea un desafío adicional al que existe en los países desarrollados. Los bonos del Estado no son un “activo seguro” como señala el informe en la Caja 7.4. Ello debería haber impulsado una mayor inversión en el exterior en activos seguros, lo que hubiera respetado el deseo de los habitantes de países como Argentina, Bolivia, Perú y Uruguay que han mantenido una importante dolarización en sus activos financieros, sin exponer los ahorros al riesgo de insolvencia de los emisores de deuda que aparece cuando se observan depreciaciones bruscas en el tipo de cambio

¹² Con la falacia de Nirvana inicialmente se denominó las propuestas de intervención directa del Estado en la economía a partir de la identificación de “fallas del mercado” (resultantes de externalidades, monopolios naturales, asimetría informativa, etc.), sin tomar en cuenta que la intervención del Estado también está sujeta a sus propias fallas (problemas de información, de incentivos –agencia–, etc.), que deben sopesarse para una decisión eficiente.

real. Este punto no es recogido en el informe del WB, a pesar de que se critica en el mismo las restricciones a las inversiones en el exterior y la calidad de los bonos públicos.

Respecto del caso argentino, en la Caja 7.3 el informe reconoce que el resultado más probable de los eventos de 2001 y 2002 es una reducción en la confianza de cualquier forma de ahorro obligatorio. El informe del WB no avanza en desarrollar un argumento que hubiera permitido una evaluación más precisa: en una mega crisis como la vivida en la Argentina, con violaciones generalizadas de derechos de propiedad, ni el sistema de capitalización ni el sistema de reparto quedaron inmunes a las acciones del gobierno. Pero, aún en ese contexto, el retorno ajustado de las cuentas de capitalización sería muy superior al desempeño del reparto, e, incluso a varias opciones financieras alternativas.

Las conclusiones sobre el “riesgo político” derivado de la experiencia Argentina son muy superficiales. Obviamente, el default de la deuda pública en 2001 implicó una pérdida en los ahorros contabilizados en las AFJP, particularmente importante por la alta tenencia de títulos públicos en sus carteras, pero dicho riesgo político no se limitó al ahorro previsional en las AFJP, sino que fue mucho más general. Comparando la AFJP Nación (que aceptó la primera oferta de canje) y los aportantes al régimen de reparto, los primeros perdieron un 10% de sus ahorros (respecto del valor nominal contabilizado) y los segundos perdieron un 15% (dado que esa fue la caída en el salario real al cabo de 3 años de la crisis, y dicho salario real sería la base del cómputo de sus pensiones). Comparando afiliados de las AFJP privadas con los del reparto, la pérdida del nivel de beneficios previsionales de los primeros fue bastante superior (35%), pero igualmente así los beneficios previsionales proyectados al cabo de 30 años de aportes son muchísimo mayores que los correspondientes al reparto, aún con las proyecciones más conservadoras. Si se comparan los rendimientos anuales de todas las AFJP (Nación y resto), descontando el costo de las comisiones al cabo de 30 años de aportes, la tasa interna de retorno (neta de comisiones) post-renegociación de los títulos en default cayó del 9% real anual al 7%, aproximadamente, todavía muchísimo superior al rendimiento real promedio anual de un plazo fijo del Banco Nación entre 1994 y 2004 (0,55% anual, sin contabilizar los costos del corralito y del corralón en el período 2001-2003).

En el párrafo 7.21 el WB parece, de manera poco clara, reconocer que “*sería posible argumentar que aún bajo gobiernos imprudentes, los trabajadores están mejor protegidos de la intrusión política al invertir en títulos explícitos del gobierno en vez de depender de una deuda previsional implícita*”. El WB debería aclarar si suscribe a este argumento o no, ya que en la redacción aparece como en boca de terceros. En caso de que lo suscriba, debería remarcarlo como una conclusión importante, incluso derivada a partir de la crisis argentina.

El informe del WB luego critica en el párrafo 7.25 que el rendimiento acumulado tenga mucha variabilidad según el año de ingreso al sistema. Este cálculo es algo engañoso porque el rendimiento relevante es el acumulado al retiro (que no se puede conocer con certeza hoy) y porque se termina comparando en la figura 7.3 el rendimiento acumulado en 20 años para la cohorte 1981 con el obtenido en un año para la cohorte 2000.

Además, sorprendentemente, este punto pasa desapercibido en otras partes del texto principal del mismo capítulo (párrafo 7.34 por ejemplo o figura 7.7) al cuestionar que los costos iniciales del sistema en Chile son soportados por los primeros aportantes al

sistema, cuando los datos muestran que los rendimientos han sido relativamente altos para ellos. En una nota al pie de página (nota 16) se señala que el reconocimiento de los aportes al PAYG y los altos retornos durante los primeros años pueden hacer que el efecto intergeneracional neto para las generaciones actuales sea positivo. Es llamativo que esta conclusión que vuelve irrelevantes los comentarios del texto principal no haya sido evaluada con mayor detalle.

En el párrafo 7.26, el WB señala que el mayor rendimiento de las AFP vis-à-vis los depósitos bancarios en Chile –9.8% bruta vs. 6.6% en los 1990s– pudo no haber compensado la mayor volatilidad –8.5% vs. 1.1%, respectivamente–. No está claro porqué los ahorristas de largo plazo –afiliados a las AFP– deban preocuparse y descontar fuertemente las oscilaciones de corto plazo de rentabilidad, y por ende la diferencia aproximada del 2,5% de rendimiento anual –suponiendo como de hecho hace el WB en otra parte que las comisiones de las AFP equivalen a un 0,7% del fondo acumulado, quedando una rentabilidad neta del 9,1% para los ahorros en las AFP– es particularmente atractiva. Las comparaciones en Argentina, además de Chile, son todavía más favorables a las AFJP.

En el párrafo 7.32 vuelve a querer concluir sobre el desastre del sistema en la Argentina post-default, pero no provee un sólo número que cuantifique tal desastre (y, como ya se indicó, tal desastre no existió si se considera que de todas formas la rentabilidad anual en términos reales, post-default, ha sido hasta ahora del 7%).

El costo de administración del sistema competitivo (AFP)

En lo que respecta a las estimaciones del costo para los afiliados del nuevo sistema de capitalización (comisiones), en la sección 7.2.2, los errores que comete el informe del WB son groseros, tanto cuantitativos como conceptuales. Se refiere en el párrafo 7.33 a “*steep commissions that reduce their accumulated balances drastically*”.

Esta conclusión se basa en la estimación del “*charge ratio*”, equivalente a la relación entre comisión y aporte bruto a la cuenta de capitalización, indicando simplemente que un autor (Whitehouse en el año 2001) señaló que el charge ratio es problemático cuando las comisiones se fijan como porcentaje del fondo acumulado, sin más detalles.¹³

Pues se trata de una conclusión equivocada! En primer lugar, lo relevante para quien ahorra es cuánto menos ahorrará por causa de las comisiones, de forma tal que la mejor alternativa es la descartada (más allá de que la escogida tenga problemas mayores en un contexto distinto al estudiado!). En segundo lugar, si a partir de la medición y comparación de las comisiones entre países y en el tiempo se pretende obtener

¹³ Debe notarse que, en cada momento del tiempo, el “*charge ratio*” es equivalente a la comisión expresada como porcentaje del aporte bruto, mientras que el “*cumulated charge ratio*” que reporta el WB contiene un promedio de estas comisiones porcentuales que pondera más las observaciones tempranas en la medida en que la rentabilidad real de los aportes sea positiva. En efecto, dado que en caso de que las comisiones fuesen invertidas en la cuenta individual, el rendimiento real alcanzado por las mismas en cada momento del tiempo sería exactamente el mismo que el logrado por los fondos depositados en la cuenta de capitalización, el *cumulated charge ratio* contiene un promedio que da mayor ponderación al *charge ratio* de los años tempranos de la reforma (así, por ejemplo, si al cabo de 10 años la rentabilidad real acumulada del aporte realizado en el primer año es del 100%, el *charge ratio* del primer año pondera el doble que el *charge ratio* del año 10). En ningún caso, sin embargo, el *charge ratio* acumulado puede ser superior al máximo *charge ratio* observado en cualquier año de la muestra

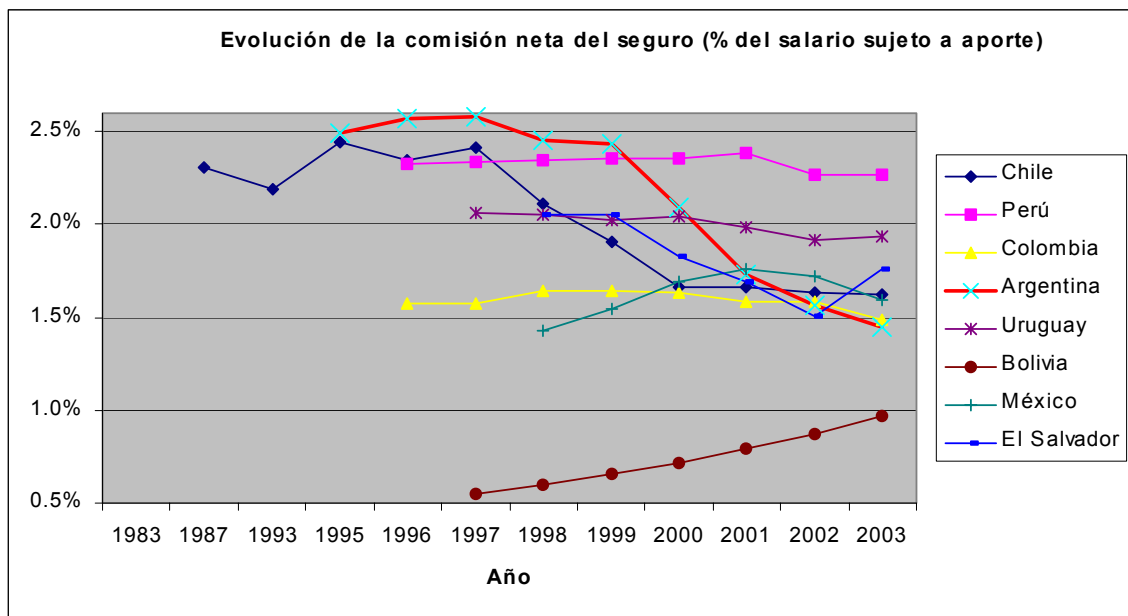
conclusiones y extraer recomendaciones de cambios regulatorios, tal como luego hace el WB en el informe, entonces lo relevante es estimar la comisión como porcentaje del salario sujeto a aportes, no sobre los aportes realizados. Ello es así porque los costos de administrar los ahorros previsionales dependen principalmente de recursos humanos, cuyo precio unitario está alineado y evoluciona con el salario de la economía (que se comporta de manera similar al salario medio de los aportantes), y no del monto aportado (determinado por decisiones administrativas del gobierno). Así, con la medida correcta, se evita concluir que países que bajaron la tasa de contribución vieron incrementos en sus comisiones, o que países con bajas tasas de contribución tienen comisiones relativamente elevadas.

Al cometer estos errores el informe no llega a reaccionar ante la información que el mismo contiene –párrafos 10.71 a 10.74 en el capítulo 10–, y que invalida su conclusión inicial. Las AFP tienen comisiones muy inferiores a los *mutual funds* (particularmente en Chile, pero también es cierto que en Brasil los equity funds son mucho más caros que las comisiones –equivalentes sobre el fondo acumulado– vigentes de las AFP de cualquier país de América Latina)!

En términos de cálculos, la tabla 7.3 refleja sólo comisiones variables, “*el componente más importante*” según señala el WB en el párrafo 7.36, pero no el único (en 3 de los 8 países considerados en dicha tabla), lo cual invalida los números. El sesgo analítico aparece en un comentario del párrafo 7.38 (comentando la figura 7.6), donde dice que las comisiones (debió decir comisiones variables) cayeron en Chile y Argentina entre 1997 y 2000, pero sólo después de un período de aumento. El período de aumento en el caso de Argentina fue el primer año luego de iniciarse la reforma, y en Chile se deja de lado toda la década de los 1980s. Al incluir la comisión como % del aporte, comete el grueso error de indicar que en la Argentina subieron las comisiones en 2001 porque bajó la tasa de aporte del 11% al 5%. Por último, cabe preguntarse porqué no se incluyó información sobre otros países, tal como se hace en la figura a continuación (computando comisiones netas del seguro totales, no sólo variables), la cual permite verificar una leve tendencia a la reducción de las comisiones al madurar los sistemas (salvo en el caso de Bolivia, donde las mismas son reguladas en valores crecientes al basarse parcialmente en los fondos acumulados).

Debe notarse que en el caso de Bolivia, si bien la comisión variable es el 0.5% del ingreso sujeto a aportes (tal como señala el informe WB en la Tabla 7.3), los afiliados también pagan comisiones explícitas sobre sus fondos acumulados (0.23% anual) y comisiones implícitas del 0.2% de dichos fondos (monto descontado a los fondos de las AFP por parte del Banco que realiza las colocaciones). Ver James et al (2001). Así, tomando en cuenta una rentabilidad real mensual de cartera promedio del 1% (valor aproximado al efectivo hasta aquí), la comisión total expresada como % del salario pasa del 0.55% en 1997 hasta el 0.97% en 2003. En términos del horizonte relevante de un afiliado (30 años aproximadamente), tomando en cuenta el cómputo del propio informe del WB que indica que una comisión del 0.7% del fondo acumulado equivale a una comisión del 15% del aporte (véase página 8 en el párrafo 10.71, página 202), y que en Bolivia el aporte neto equivale al 10% del salario, el 0.43% de comisión sobre el fondo acumulado en Bolivia resulta equivalente a una comisión del 0.9% del salario, de forma tal que la comisión total se aproxima al 1.4% del salario, valor muy cercano al que

actualmente se observa en Argentina y Colombia. Estos autores también destacan que las dos compañías que ganaron la licitación para administrar los fondos de pensión en Bolivia, obtuvieron el derecho de cobrar una comisión de 0.23% de los fondos obtenidos por las privatizaciones (22% del GNP de Bolivia). Vale decir, la correcta incorporación de estos “detalles” permite ver que la comparación de las comisiones que se cobran en diferentes países debe manejarse con cuidado, ya que los niveles observados pueden tener distintas tendencias temporales y/o esconder subsidios cruzados por circunstancias específicas. Específicamente, estas observaciones llevan a relativizar las supuestas ventajas de una baja comisión por el manejo centralizado de fondos, como implícitamente el WB atribuye a Bolivia al computar sólo la comisión variable del 0.5% del ingreso.



En el trabajo de James et al. (2001) también aparece una tabla más completa que la del WB. Es interesante la conclusión de Peter Diamond como comentarista del trabajo de James et al. (2001) “*With privately-organized accounts; I suspect there are not methods to hold down costs for the long run to a level significantly below that observed in Chile. Government-organized accounts, with limited alternatives and bidding for the opportunities, can hold down costs below this level; but successful implementation puts significant demands on the abilities of government, abilities which may not be present.*” Esto se contrapone con varias partes del informe que sugieren que las comisiones son altas, y con la aceptación de que la industria es un oligopolio (punto que si acepta Diamond citando economías de escala, y dificultades para que los trabajadores puedan ejercer su elección, aunque reconoce que algo parecido pasa en muchos mercados de retail).

En ese mismo punto, el informe WB señala –ilustrando con el caso de Perú– que la dificultad de realizar traspasos reduce el grado de competencia entre AFP, pero ello no permite concluir, generalizadamente, que exista “*evidencia de colusión*” y el desarrollo de un “*poderoso cartel*”. La mayor dificultad de realizar traspasos entre AFJP en la Argentina a partir de 1998 también dio lugar a mayores rentabilidades internas de las

AFJP durante un par de años, pero ello luego –conjuntamente con otros cambios regulatorios y en el contexto económico a partir de 2001– no pudo sostenerse y dio lugar a una drástica reducción en las comisiones y en las rentabilidades internas de las AFJP.

Llamativamente, se refiere a la reducción de las comisiones en el tiempo como una “*transferencia de ingreso intergeneracional indeseable*”, ilustrando la fuerte reducción en las comisiones acumuladas (esto es, el porcentaje del total pagado en comisiones sobre el total aportado hasta el momento del retiro) de los trabajadores chilenos que se retiran desde 1982 hasta 2040 (valores post-2002 son estimados). En primer lugar, tal “transferencia intergeneracional” es típica de toda reforma económica que contiene un esfuerzo inicial (inversión) que redundará en beneficios futuros. No es algo por lo cual preocuparse particularmente (en última instancia, las generaciones actuales estamos pagando el desmanejo de las generaciones pasadas, y ello es lo indeseable, aunque a esta altura también inevitable...). Va incluso más allá en el párrafo 7.42 al señalar que ello “*contiene una redistribución de ingresos desde los viejos hacia los jóvenes*”, y un “*subsidio*” de los primeros a los segundos, para lo cual debería poder asignar el costo fijo del lanzamiento del nuevo sistema entre los afiliados de distintas épocas (un ejercicio contable pero no económico tratándose de un costo fijo común, en función del cual las comisiones pasadas, presentes y futuras son “libres de subsidios intertemporales”).¹⁴

Pero hay también un grosero error en los valores consignados en la Figura 7.7 referida a Chile, claramente inconsistentes con el valor a 2002 consignado en la Tabla 7.3 para ese mismo país. En la tabla 7.3 se señala –correctamente– que la comisión variable representa actualmente un 15% de la contribución total (aporte más comisión variable), concepto equivalente al “*charge ratio*”. Puesto que actualmente no se aplican las comisiones sobre fondos acumulados en Chile, y los cargos fijos son particularmente bajos, el charge ratio en Chile actualmente es claramente inferior al 20%. Por otra parte, el charge ratio acumulado al año 2034 en la figura 7.7 –mínimo valor de la estimación– es del 25% aproximadamente. Tomando la información disponible de Chile según la cual las comisiones netas durante los años 1980s no alcanzaban al 2.5% del salario sujeto a aporte para el promedio ponderado del sistema, equivalentes a un charge ratio del 20% (dado que la tasa de aporte siempre fue del 10% allí), los valores incluidos en la tabla 7.7 lucen claramente desproporcionados, incluso para los individuos de menores ingresos (y no para el ingreso promedio según se indica en el texto). En efecto, la información disponible para Chile (ver Primamérica Consultores (1995), por ejemplo), indica que el charge ratio (neto del costo del seguro) en la primera mitad de los 1980s rondó el 20%-25%.¹⁵

El comentario / conclusión del párrafo 7.43 –y la nota al pie 17– en cuanto a la posibilidad de evitar esta transferencia intergeneracional vía comisiones sobre fondos acumulados está completamente equivocado. La adopción de comisiones sobre fondos

¹⁴ Nuevamente, este argumento del WB requiere que no se cumpla la equivalencia ricardiana, ya que bajo esta equivalencia a través de la herencia se deshacen las transferencias intergeneracionales derivadas de las políticas públicas. Recuérdese que en otras partes del documento del WB se suponía implícitamente el cumplimiento de esta equivalencia al destacar que la reforma podría no aumentar el ahorro.

¹⁵ No está claro aún el porqué de este grosero error en el informe del WB, pero el mismo ha sido reconocido por los autores del informe en una discusión que se presentara posteriormente (Gill et al (2004)).

acumulados tiene serias consecuencias sobre la competencia entre AFP (por ejemplo, implica mayores costos de entrada, ya que las AFP entrantes deben financiar costos que no aumentan en el tiempo con ingresos por comisiones que sí lo hacen y que inicialmente son muy bajos).

Se refiere a las comisiones fijas como un impuesto regresivo, que crea desigualdades de ingresos entre trabajadores de un mismo período. Esto es otro error grosero. Se debe a la falta total de referencia a la estructura de costos de las AFP. Si notara que el costo de las AFP se vincula con el número de afiliados y no con cuánto aporta cada uno, entonces llegaría a la conclusión que las comisiones que no contiene redistribución de ingresos serían sólo las comisiones fijas. Así, las comisiones porcentuales, que implican distintos montos absolutos según sean los ingresos, no reflejan la estructura de costos del servicio de administración del ahorro previsional que dan las AFP. Como de hecho alguna relación con el monto aportado hay, alguna comisión variable tiene justificación también, pero siempre que exista una comisión fija principal. Mezclar incentivos para inducir el ahorro voluntario, la competencia entre AFP, y la redistribución de ingresos es incorrecto. Redistribuir ingresos puede ser un objetivo razonable, particularmente en los países de la región, pero el mismo debe procurarse de manera explícita y sin distorsionar la competencia, en base a instrumentos mucho más generales que el diseño de un sistema de ahorro previsional que pretende explotar los comportamientos competitivos y las señales de precios.

En el párrafo 7.45 señala que los afiliados muy frecuentemente no eligen la AFP más barata para su ingreso. En efecto, si lo único que importara a los afiliados fuera la comisión, todas las comisiones serían iguales cuando sólo existen cargos variables. El hecho de que la realidad sea distinta indica que existen otras dimensiones de las AFP que importan a los afiliados (no puede suponerse falta de información continua en el tiempo, sin que tiendan –aunque sea lentamente– a desaparecer las AFP más caras).

En la sección 7.3, párrafo 7.49, señala la posibilidad en Chile y El Salvador de que el Estado complemente los aportes hasta lograr una pensión mínima, sin mencionar que esto seguramente afecta los incentivos para cumplir con los aportes obligatorios (baja la medida de cobertura), y es una causa adicional para la baja cobertura en los niveles de ingreso más bajos –donde el subsidio es relevante–. Es llamativo que el informe del WB mencione la comisión fija como causa del bajo cumplimiento de los trabajadores de bajos ingresos y no mencione esto.

Al final del párrafo 7.57 vuelve a cometer la falacia de Nirvana, señalando que una pensión mínima provista vía un sistema PAYG permitiría un menor costo. Olvida que esto fue lo que de hecho fracasó previo a las reformas, porque al desaparecer el carácter competitivo (que “duplica costos”), la “generosidad con el dinero ajeno” lleva a la extensión de tales beneficios “mínimos”, incrementando la presión impositiva sobre el salario, etc. De cualquier forma, puede ser cierto que si las tasas de contribución fuesen bajas, PAYG sería mejor que la capitalización (el caso argentino actual, con tasas de aporte del 5%-7% y por ende charge ratios superiores al 30% demuestran el alto costo de la competencia para bajos niveles de aportes, ya que los costos no dependen de éstos sino del salario sujeto a aportes).

Otros puntos

La propuesta de asegurar una pensión mínima que se detalla en el capítulo 9 tiene varios inconvenientes. Por un lado, sugiere una preocupación por combatir la pobreza en la tercera edad en forma diferente de la pobreza en general y al ser un beneficio universal no focaliza. Tampoco permite que la misma sea responsabilidad de gobiernos locales. Tiene problemas de incentivos si se financia con un porcentaje del salario. Además, en los hechos algunos PAYG antes de la reforma tenían esa característica (Argentina para el grueso de los aportantes) y los problemas de cobertura eran agudos. Es decir, no sólo debe aplicarse la teoría de los seguros, sino también la teoría de los incentivos (particularmente considerando el “riesgo moral”).

Pero la sugerencia de que una inversión en bonos del Estado indexables evita la competencia entre administradoras de cartera supone que esos bonos de bajo riesgo existen en la región (cuando antes se cuestionó el punto); si no es éste el caso, se requiere invertir en bonos de otros gobiernos que no proveen un *hedge* total ya que no cubren el riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio real.

Por último, en el párrafo 7.69 el informe WB indica que “*los ratios de comisiones sobre aportes han bajado en años recientes en Chile y Perú, pero en ningún caso en una magnitud parecida a la reducción de los gastos operativos de los administradores*”. Al respecto, el cuadro sobre ROE de las AFP en América Latina presentado al comentar la síntesis del informe indica valores elevados en promedio (aunque sin considerar en general los valores negativos típicamente característicos de los primeros años del sistema, donde los costos de lanzamiento se amortizan rápidamente), particularmente en Perú, pero no puede concluirse a partir de allí que se trate de un problema generalizado (el caso de la Argentina, del cual también se aporta un cuadro en base a la información de la SAFJP al comentar la síntesis del informe WB, indica que tal reducción de comisiones y de ROE es parte de la realidad de las reformas de América Latina). En cualquier caso, hay formas de inducir mayor competencia (absoluta y vía precios), por ejemplo facilitando los traspasos, que se mencionan en otra parte del documento de manera aislada, sin que aparezcan claramente como críticas constructivas.

Críticas al capítulo 8 (Las preferencias que revelan los individuos)

En el capítulo 8 del informe del WB se analiza si los individuos tienen acceso a una cobertura adecuada que les permita asegurarse de la reducción de ingresos que produce el paso de los años y si optan o no por participar en el sistema de jubilaciones obligatorio. Los resultados se resumen al comienzo del capítulo en tres: a) los individuos toman decisiones racionales acerca del ingreso en su vejez más de lo que se supone y esto resalta la necesidad del gobierno de proveer los instrumentos para que se pueda asegurar un ingreso adecuado en la vejez; b) la gente espera del gobierno lo que éste puede entregar en forma creíble; por ejemplo, en Chile donde el gobierno es creíble la gente desea algún seguro contra la pobreza en la edad de retiro (esto es los individuos contribuyen para asegurarse un mínimo y sugiere una preferencia porque el gobierno provea mecanismos de diversificación de riesgo y no de ahorro); c) en Perú donde el gobierno tiene menos reputación las personas valoran una supervisión adecuada de los fondos de pensión, más que canales para diversificar el riesgo, y que otros canales de

ahorro como inversión en propiedades pueden sustituir en los hechos al ahorro previsional.

Específicamente, señala en el párrafo 8.5 que en Chile *“los trabajadores tienden a contribuir al sistema público lo justo para calificar para el complemento del gobierno, i.e., la garantía para una pensión mínima que asegure contra la pobreza en la vejez”*, y concluye que ello *“podría revelar una preferencia en cuanto a que el gobierno provea instrumentos para pooling de riesgos, no de ahorro”*. Esta lectura es claramente sesgada e infundada. Lo que hay aquí es una conducta claramente racional de intentar beneficiarse de una estructura de incentivos *“kinked”*, no puede seriamente derivarse una preferencia por una u otra forma de organización o seguro, sino simplemente una preferencia por aprovechar un subsidio!

En la sección 8.2 se proveen argumentos que pueden explicar la baja cobertura. Primero, análisis sobre el mercado de trabajo y su composición que concluyen que los trabajadores cubiertos por los sistemas de pensiones pueden ser los que menos valoran esa protección, y que el aumento en la participación de trabajadores autónomos o los que trabajan en pequeñas firmas puede explicar una menor participación en el sistema de pensiones. Segundo, que la agrupación de los sistemas de pensiones con otros programas públicos puede aumentar los costos para el individuo o para su empleador ya que se deben pagar impuestos adicionales, cumplir con regulaciones y adherir a estándares laborales que tienen poco que ver con el sistema jubilatorio. Tercero, el ahorro obligatorio en cuentas de capitalización puede producir pérdidas de bienestar en individuos que están cerca de la línea de pobreza o que tienen tasas de descuento muy elevadas; las prioridades para estas familias pueden ser otras diferentes del ingreso al momento del retiro.

El estudio presentado en la tabla 8.1 permite revisar las características que hacen más probable que un individuo aporte al sistema de pensiones, pero no cuantificar su efecto. Para ello, el informe del WB recurre a dos encuestas realizadas en Chile y Perú. Estas encuestas, llamadas PRIESO, son diseñadas de modo tal de identificar las estrategias que adoptan las familias para mitigar los riesgos a su ingreso. Fueron realizadas en enero del año 2000 en Chile y en Mayo del año 2002 en Perú.

Un problema con estas encuestas PRIESO es que sólo se realizaron en un momento del tiempo con un entorno macroeconómico que puede haber influido en las respuestas. Por ejemplo, a comienzos del 2000 Chile se encontraba todavía afectada por los efectos de la salida de capitales que produjo la crisis asiática y ello puede sesgar algunas respuestas.

A pesar de ese contexto desfavorable, la evidencia que surge del análisis econométrico es que la densidad de contribuciones para los que aportan al nuevo sistema aumentó con relación a los trabajadores que comenzaron a contribuir antes de 1981. Esto revela que la reforma en Chile mejoró los incentivos a participar en el sistema previsional reforzando la evidencia discutida en el capítulo 5. Inmediatamente después de llegar a esta conclusión el informe del WB (párrafo 8.30) destaca que todavía subsiste una brecha muy grande en la cobertura, ya que por ejemplo un 30% de los hombres no tendrán una densidad de contribuciones suficiente para calificar para el ingreso mínimo. Resultados similares se observan en la encuesta realizada en Perú.

Esta evidencia favorable a la reforma se califica en la nota al pie 14, al afirmar que habría otras alternativas para mejorar los incentivos a participar, por ejemplo, reformando los

PAYG para que los beneficios previsionales se calculen en forma actuarial. Aunque luego se destaca que el nuevo sistema puede ser más creíble que un PAYG reformado y que la reforma brasileña de 1999 no ofrece suficientes datos para poder revisar si fue exitosa o no para motivar mayor participación a un PAYG reformado. Esta forma de presentar el problema es algo engañosa: se compara evidencia empírica que muestra que el sistema de cuentas de capitalización mejora los incentivos a participar, y luego se especula con que teóricamente un reparto bien diseñado podría tener un efecto similar, sin que haya evidencia que sostenga esta conclusión en la práctica.

Luego el informe sugiere que el nivel del ahorro obligatorio es elevado y que se podría aceptar sólo durante un período de transición. El énfasis del gobierno debería estar más en asegurar que las condiciones económicas y regulatorias permitan a los mercados de capitales ofrecer una gran variedad de instrumentos de ahorro voluntarios, y no en obligar a ahorrar un porcentaje del ingreso muy superior del que es necesario para asegurar una pensión mínima. Esta conclusión parece razonable. Pero luego el informe cierra el capítulo 8 con una frase que dice “...*In the relatively developed, middle income countries of Latin America where households are already engaging in strategic portfolio behavior, and where sophisticated savings and insurance products are increasingly available at competitive prices, mandating a particular form of private savings instrument can present a new set of distortions...*”.

Esta conclusión tiene varios problemas, más allá de que pueda justificarse una crítica al nivel del ahorro obligatorio a través del sistema de pensiones.

1. El comentario de Valdés, resumido en la nota 16 del capítulo 8, que sugiere explicaciones alternativas a las decisiones de ahorro de las familias chilenas que tratan de evitar el pilar mandatorio de ahorro (exenciones impositivas para la inversión en vivienda, posibilidades de elusión fiscal, restricciones de liquidez, etc.) y que califican las conclusiones del informe. Si no se cuenta con un análisis de los costos de las opciones disponibles para las familias, es algo temerario arriesgar algunas conclusiones.
2. El párrafo sugiere que hay opciones de ahorro a precios más competitivos que el ahorro por medio de AFP sin proveer información alguna al respecto. Hubiera sido interesante que el informe midiera los costos de ahorrar por medio de otros instrumentos y los rendimientos netos del costo. En otras partes del informe se hace una comparación con el rendimiento de los depósitos en el sistema financiero en Chile, pero no hay evidencia que permita avalar la tesis de que hay opciones financieras más baratas que las AFP (sean fondos mutuos, compañías de seguro, etc.). En verdad, la evidencia proporcionada en el capítulo 10 sugiere lo contrario. Además, dada la magnitud de la riqueza financiera invertida en el exterior en algunos países de la región, la comparación relevante debería incluir costos en estos países.

El capítulo concluye en 8.57 diciendo que el rol del gobierno “podría ser gastar menos en intentar aumentar el cumplimiento del mandato de ahorro y gastar más en asegurar que las condiciones económicas y regulatorias permitan que los mercados ofrezcan una gama más amplia de ahorros privados y instrumentos de seguros confiables y voluntarios”. Parece, nuevamente, que el WB olvida que la naturaleza de “ahorro obligatorio” va de la

mano del mandato por “lograr recaudar impuestos del trabajo formal”. El esfuerzo para lograr el cumplimiento impositivo debería ser mayor si el gobierno quisiera redistribuir ingreso a través de un pooling obligatorio en el cual los trabajadores de mayores ingresos deben pagar la cuenta.

En síntesis, la detección de canales de ahorro previsional alternativos al sistema obligatorio en Chile y Perú indicaría que la baja cobertura del sistema previsional formal no es un problema grave, lo cual sería una conclusión inconsistente con la propuesta de reforma del WB, de poner por encima de todo objetivo el aumento de la cobertura del sistema formal obligatorio.

Críticas al capítulo 9 (Prevenir la pobreza en la edad de retiro: mejora del componente del seguro colectivo –pooling).

En el capítulo 9 del informe del WB se afirma que los sistemas de pensiones se diseñaron con dos objetivos en mente: permitir que las personas mantengan los niveles de consumo en el retiro y prevenir la pobreza entre la gente de edad avanzada. Se argumenta al finalizar el párrafo introductorio a este capítulo que la falta de atención del segundo objetivo es un error serio.

Las razones fueron mencionadas anteriormente y se extienden en este capítulo. Por un lado, la expectativa de vida aumenta y ello aumenta la proporción de gente de edad avanzada en el total de la población. Y el desarrollo reduce la cantidad de pobres en ese grupo. El informe avanza entonces hacia la conclusión de que un beneficio no contributivo mínimo universal que evite la pobreza, debería ser el objetivo de un sistema previsional. Los argumentos que se mencionan son:

1. Es curioso que se haya prestado más atención al reemplazo de ingresos en el futuro (función de ahorro) que a la prevención de la pobreza en la vejez (párrafo 9.6), donde también se apunta que el nivel de beneficios previsionales que permite cumplir este objetivo es muy inferior a los niveles que trataban de asegurar los viejos PAYG e incluso los que se esperan de los nuevos sistemas de pensiones.
2. La distinción entre un pilar 1 en el cual se accede a beneficios si se aportó, y un pilar 0 no contributivo es confusa e innecesaria (párrafo 9.10). Si el nivel de los beneficios se fijan de modo tal de no afectar negativamente los incentivos a ahorrar, la distinción entre ambos pilares no es razonable (párrafo 9.13). Pagar beneficios a los que aportaron que son garantizados por transferencias del gobierno y negar un pago similar a quienes no aportaron puede redistribuir ingresos hacia los que aportaron (párrafo 9.14).
3. Un esquema separado de transferencias no contributivas a los viejos pobres se percibe como caridad, en lugar de un instrumento para enfrentar los riesgos de ingreso, y son muchas veces penalizados en el proceso presupuestario. Además, puede estar sujeto a corrupción, aumenta los costos administrativos, y desalentar el ahorro (párrafo 9.20).
4. Una pensión mínima universal puede ser financiada a partir de lo que los gobiernos gastan actualmente o de gravar con impuestos a las pensiones (párrafo 9.23).

5. Otras formas de asegurar un ingreso mínimo (aportes del gobierno para los que no acumulan lo suficiente para lograr ese objetivo) están expuestas a problemas de incentivos tales como el menor incentivo a ahorrar, a elegir el fondo más riesgoso en las personas con ingresos cercanos al mínimo, ya que el Estado asegura un mínimo cubriendo el riesgo “*down side*”. Además, el informe cita un trabajo de la ILO que analiza los sistemas no contributivos de 5 países de la región y su impacto positivo para reducir la pobreza.
6. Finalmente, el informe estima bajo supuestos conservadores cuánto costaría un sistema no contributivo universal y concluye que si los países pudieran empezar de “cero” el costo de una pensión universal no difiere mucho de lo que actualmente se gasta para cubrir los gastos de transición de los sistemas reformados, aunque se destaca que existen derechos adquiridos. Además, se estiman los costos de beneficios focalizados.

La conclusión del informe del WB favorable hacia una pensión mínima universal no contributiva tiene varios problemas:

- a. Por un lado, existe cierta arrogancia en suponer que el WB conoce mejor que todos los países que han realizado reformas cuáles deben ser los objetivos principales de las mismas, sin siquiera haber incluido un cuadro que resumiera los objetivos incluidos en las leyes de cada país de la región. Curiosamente, el mismo informe destaca que las reformas no han sido iguales. Así como Chile ha cerrado su sistema de reparto, la Argentina ha dejado una pensión mínima contributiva y tiene un beneficio para edad avanzada con menores exigencias de años de aporte, y Bolivia es el único que habría adoptado la pensión universal (párrafo 9.17). Los países que reformaron los sistemas tenían diferentes modelos a adoptar y claramente el objetivo de cobertura universal o de mayores pagos focalizados a gente de alta edad pobre son atractivos para la dirigencia política. Suponer que fueron “olvidados” parece bastante ingenuo.
- b. Si el beneficio es universal tendrá un costo importante (ver la tabla 9.5) y si es focalizado aparecen otros interrogantes: el programa puede superponerse a otros del gobierno central o de niveles subnacionales. Además, es posible que la focalización sea mejor resuelta a nivel local mientras que los programas de pensiones los administra el gobierno central.
- c. La posibilidad de financiar una pensión universal gravando las pensiones (como se sugiere en el párrafo 9.23) a partir de la experiencia de Nueva Zelanda ignora que: i) la evasión es muy superior en América Latina comparado con el país utilizado como referencia, ii) los altos mínimos no imposables de la región dejarían afuera de la base imponible al grueso de las pensiones, y iii) las pensiones ya están alcanzadas con el impuesto a las ganancias en varios países de la región.
- d. La comparación de los beneficios actuales pagados por el sistema previsional y lo que costaría una cobertura universal (o focalizada) induce a errores, aún cuando se trata de mencionar el problema en los diferentes párrafos del capítulo 9. Existe un problema de derechos adquiridos y además la reducción en los pagos de los sistemas previsionales en el futuro es el centro de la mejora en la solvencia fiscal.

Si se mantienen esas erogaciones, aunque con un destino diferente como es reducir la pobreza en la vejez, se deteriora la solvencia fiscal. Este punto no se recoge en el resumen del trabajo punto III.1. porque se concluye que un beneficio universal o focalizado para los viejos pobres puede ser plausible.

El último párrafo del capítulo 9 resume adecuadamente los problemas: i) ¿el programa de prevención de la pobreza debe ser universal o focalizado?, ii) ¿permitirán las restricciones políticas un beneficio universal mínimo en lugar de otros beneficios (contributivos y no contributivos) existentes?, iii) ¿cuál es la mejor manera de financiar este beneficio en los países con alta informalidad y alta evasión?, iv) ¿el beneficio debe ser uniforme o proporcional a los años de aporte?, v) ¿qué nivel máximo de beneficio debe garantizar el gobierno?, vi) ¿Cómo se puede proteger el nivel del beneficio en términos reales?, vii) ¿se lo debe gravar a este beneficio?.

Esta larga lista de preguntas que el informe del WB plantea pero no responde totalmente debió haber inducido a los autores del resumen a ser más cuidadosos con las sugerencias. En particular, es obvio que la pobreza en la vejez se reducirá si se destinan recursos adicionales a atenderla, pero el informe no es claro respecto a la disponibilidad de los fondos, o a la superioridad en términos de análisis costo-beneficio de esta alternativa para más gasto público en relación a otras.

En la conclusión el WB apela al impuesto al valor agregado para reemplazar impuestos al trabajo con el fin de pagar la mayor redistribución propuesta. Esta propuesta es compartida generalmente en ámbitos académicos, pero incluso en los países de la OECD no ha sido llevada adelante por restricciones políticas (por ejemplo, ganarían los desempleados a expensas de los retirados).

Críticas al capítulo 10 (Facilitar el ahorro para la vejez: Cómo mejorar el componente de capitalización)

Uno de los interrogantes que se plantea en este capítulo es porqué la gente usa tan poco el pilar optativo de ahorro a pesar de que tiene beneficios impositivos y que los instrumentos alternativos son casi siempre más caros (con la excepción de los depósitos bancarios) (párrafo 10.3).

En la sección 10.1 se discute el tema de los costos de las administradoras. En el párrafo 10.8 se argumenta que las reducciones de costos logradas se obtuvieron a expensas de recortar las elecciones a los trabajadores (por ejemplo, limitando los traspasos) y que no se reflejaron adecuadamente en los niveles de comisiones. En el párrafo 10.9 y la figura 10.1 se muestra que en Perú a medida que se redujeron los gastos operativos como porcentaje de las comisiones netas, aumentaron los beneficios de las AFP. Más allá de que se comparte la crítica a las restricciones a los traspasos, es llamativo que el único caso que se muestra sea el peruano, cuando la misma cuenta estaba disponible para otros países. Observando el caso de la Argentina, por ejemplo, en el cual también se dificultaron los traspasos a fines de 1997, los datos de 1998 y 1999 arrojan reducciones de costos de las AFJP que sólo se volcaron muy parcialmente a los afiliados vía menores comisiones (permitiendo una fuerte recuperación de las utilidades como porcentaje de los patrimonios netos de las AFJP), pero las reformas regulatorias del año 2001 (eliminando el cargo fijo, asignando indecisos a la AFJP con menor comisión, etc.), actuando conjuntamente con un contexto económico más complejo posiblemente, llevaron a una

reducción importante en las comisiones aún sin observarse una reducción de costos (cayendo nuevamente las utilidades de los accionistas de las AFJP a niveles muy bajos, como en buena parte de la historia del sistema). Los cuadros agregados al comentar la síntesis del documento del WB aportan el sustento a estas observaciones.

Los párrafos 10.19 a 10.24 critican la supuesta estructura oligopólica de la industria de AFP y sugieren alternativas que van desde topes a las comisiones como en Bolivia, hasta la centralización de algunas tareas como en el sistema sueco, dejando sólo competencia en el manejo de la cartera. Esto tendría la ventaja de permitir ahorrar en gastos de comercialización, ya que cada administrador de cartera no conoce la identidad de la persona titular de los fondos. También sugiere abrir la entrada a otros actores como bancos y compañías de seguro.

Estos argumentos tienen varios problemas:

1. Se supone que la industria es un oligopolio sin ofrecer estudios que prueben esto. Más allá de que las características del producto puedan o no favorecer la concentración en la oferta por economías de escala, la conclusión de que mercados concentrados llevan a precios superiores a los de competencia hace tiempo que fue abandonada en la literatura de defensa de la competencia.
2. Argumentar acerca de la eficacia de controles de precios para proteger a los consumidores va en contra de la experiencia de la región.
3. La competencia vía gastos de comercialización genera una externalidad positiva que no es ni siquiera mencionada en el informe del WB: puede favorecer un aumento de la cobertura.
4. En muchos mercados la competencia más intensa se da en tratar de quitarle participación de mercado a los competidores. Esto puede ser visto como un derroche de recursos, pero es la forma en que se aseguran los precios competitivos. En el mundo real la competencia es más a la Schumpeter (creación destructiva) que un proceso ideal en el cual se llega sin costo al equilibrio de competencia.
5. Algunos economistas tienen una visión negativa acerca de la publicidad y los gastos de marketing, pero en ausencia de los mismos, la entrada de nuevos actores al mercado sería más difícil, facilitando la existencia de prácticas anticompetitivas.
6. Argumentar que un monopolio es mejor defensor de los consumidores que un mercado competitivo porque permite ahorrar en algunos costos es una teoría peligrosa. El monopolio es tentador para grupos de presión que podrían capturarlo y obtener beneficios extraordinarios a expensas de los consumidores por medio de influencias políticas. De allí la crítica de Diamond a esta alternativa. De hecho, la misma situación se replica en cientos de mercados y no se escuchan propuestas hacia hacer una fusión en una sola entidad que permita ahorrar en costos. Por ejemplo, un manejo centralizado de las compras por parte de los supermercados permitiría ahorrar en gastos de inventarios y lograr mejores precios de los proveedores; nadie ha propuesto centralizar esa tarea en un ente oficial o privado que se licitara al mejor postor.

7. La industria de AFP es poco intensiva en capital lo que lleva a que las pérdidas sociales por el proceso competitivo (“*wasteful competition*”) sean relativamente bajas. Esta duda puede plantearse en el caso de las redes de servicios públicos, pero parece extemporánea en el caso de las AFP.
8. No hay ninguna cita a denuncias a la industria de las AFP ante las comisiones de defensa de la competencia.
9. El informe del WB no ofrece ninguna evidencia de que las comisiones de las AFP son altas (de hecho hay partes del informe donde dice que son bajas), ni avanza en estudiar los diferentes casos para ver si hay diferencias en el desempeño.
10. De hecho, en el párrafo 10.71 se sostiene que en Chile las comisiones de los fondos mutuos son 4.5 veces superiores a las de las AFP (3.1% sobre los activos versus 0.7% estimado para las AFP, a partir de una comisión que es 15% de las contribuciones). En el caso de *equity funds* son todavía mayores (5% sobre activos versus 3% en Brasil).
11. Es interesante destacar que el informe hace el punto de que los fondos mutuos han visto trabado su desarrollo por las cuentas de capitalización (sea por ventajas impositivas para las segundas o problemas regulatorios para los primeros). Y se usa como referencia a Brasil donde hubo un crecimiento importante. Sin embargo, no se ofrece evidencia de los costos en Brasil, excepto para los fondos de acciones que tienen comisiones enormes en relación a las de las AFP, consideradas “caras” como consecuencia del supuesto oligopolio. También en el párrafo 10.73 se trata de justificar las mayores comisiones en gastos operativos que superan a los de las AFP (0.5% sobre activos vs. 0.9% para los fondos mutuos), pero se omite decir que el *spread* entre la comisión y los gastos operativos es mucho mayor en los fondos mutuos chilenos que en las AFP (aún considerando los *bond funds* dicho *spread* sería 1.1% de los activos versus 0.2% para las AFP). Claro que el informe rápidamente sugiere que hay barreras a la entrada, al menos para los fondos de acciones en Chile, en un análisis superficial de los datos. En otras palabras, aún cuando la evidencia sugiere que las AFP son muy baratas en Chile y tienen comisiones razonables en la comparación con otros países (punto que recoge Diamond) el informe del WB sigue sosteniendo que son caras y extiende la idea de supuestos oligopolios a otras partes de la industria. Este es otro ejemplo de comentarios contradictorios dentro del informe del WB. Recuérdese que en el párrafo de cierre del capítulo 8 se concluía que en América Latina existen cada vez más mecanismos de ahorros sofisticados a precios competitivos.
12. En resumen, el informe del WB pone tanto énfasis en el argumento de que las AFP son un oligopolio que perjudica a los consumidores que, aún cuando la evidencia muestre que las comisiones son inferiores a las de formas alternativas de ahorro en la región, se insiste en conclusiones sin sustento o en sugerencias temerarias. Por ejemplo, si las comisiones de otros canales de ahorro son superiores, entonces éstos son también un cartel (aunque en otras partes del documento se sugiera lo contrario); la experiencia boliviana con precios tope es más barata omitiendo en la comparación de precios comisiones sobre activos que duplican los valores mostrados y posibles subsidios cruzados; y se ignoran

comentarios y estudios que plantean dudas a las “soluciones” ideales del estilo de la utilizada en Suecia¹⁶ o que sugieren que el funcionamiento del mercado de AFP, si bien perfectible, parece ser altamente competitivo.

Más allá de la debilidad de algunos argumentos, el informe del WB en la sección 10.3 de conclusiones a este capítulo plantea algunas sugerencias y marca los dilemas a resolver hacia el futuro.

En este capítulo hay varias recomendaciones, en general razonables en lo que hace a la transparencia y comparabilidad de comisiones, integración de AFP con mutual funds, etc., salvo en lo que hace a la descalificante “rendición intelectual” en el tema de topes sobre las comisiones. El WB señala que un tope (“*cap*”) en las comisiones es un mecanismo efectivo de bajar el costo de administración (pero al no explicar cuál es la falla de mercado que distorsiona la competencia, este argumento también podría ser válido para cualquier otro mercado donde no exista monopolio natural). No nota que la colusión se facilita de esta manera (vía la adopción por parte de todas las AFP del *cap* como precio propio, reduciendo la calidad del servicio y por ende los costos para así maximizar beneficios privados). El caso de Colombia, donde existe dicho *cap* en el 3% del ingreso para la comisión bruta (3.5% hasta 2001), señala que todas las AFP fijaron dicha comisión (de hecho, sólo cobran una comisión variable a pesar de que podría elegir distintas estructuras), y la misma no es menor que la del resto de los países (particularmente no lo es la comisión neta, en torno al 1.5%). No toma en cuenta al citar el caso de Gran Bretaña, que el *cap* allí se fijó en una comisión del 1% sobre el fondo acumulado, similar –bajo condiciones razonables de rentabilidad y horizonte temporal– a una comisión neta del 20% sobre los aportes, prácticamente igual a los mayores valores observados en América Latina, salvo Argentina por el bajo porcentaje de aporte temporalmente vigente, según se indica en la Tabla 7.3.

¹⁶ Según se documenta en Palmer (2004), existen distintos subsidios cruzados que reducen los costos de administración asignados al sistema de ahorro individual (la recaudación de aportes es realizada por la oficina de recaudación impositiva, la información sobre las cuentas individuales es provista anualmente por un organismo estatal, y la administración central que supervisa los fondos de pensión recibe recursos fiscales para cumplir con sus obligaciones). Así, el costo promedio de los más de 600 fondos existentes en 2003 fue del 0.41% de los activos acumulados, una cifra equivalente a una comisión neta del 8.8% sobre los aportes (utilizando la relación estimada por el WB en página 202) y equivalente al 0.53% del ingreso sujeto a aportes (debido a que en Suecia el aporte a la cuenta financiera (FDC) es de sólo el 6% del ingreso). Pero éste es en realidad un precio por un servicio mucho más limitado y/o subsidiado. Por ejemplo, nótese que en el caso de las AFJP en Argentina, donde la comisión neta actualmente representa el 1.5% del ingreso sujeto a aportes, éstas deben pagar un 0.7% de los aportes a la DGI por la tarea de recolección y fiscalización, deben pagar a la SAFJP otro porcentaje para cubrir los costos de supervisión, deben informar a sus afiliados con una frecuencia cuatrimestral, y deben aportar a un fondo de reserva oneroso para cubrir un seguro de rentabilidad mínima (relativa al sistema), entre otras obligaciones que no se aplicarían en Suecia. Vale decir, hay diferencias que exceden el carácter centralizado o descentralizado con que se administran las carteras de inversión, las cuentas individuales y los traspasos, que explican al menos una parte de las diferencias entre las comisiones de los administradores de fondos previsionales en Suecia y las AFP de América Latina, los cuales deben ser analizados seriamente para concluir sobre las ventajas de cada sistema y sobre la forma de reducir los costos de administración en el caso de las AFP, aún suponiendo que se puedan resolver los problemas citados en James et al (2001) (proceso licitatorio transparente, corrupción, etc.).

También pretende concluir –párrafo 10.3– que la diversificación de instrumentos de ahorro previsional es una señal sobre el rechazo del público al ahorro vía las AFP (dado que el ahorro voluntario en las últimas no enfrenta comisiones y tiene ventajas impositivas), cuando tal diversificación es obviamente razonable como forma de minimizar la exposición al riesgo de un único instrumento, máxime cuando los otros mecanismos (inmuebles, educación, colocaciones financieras, etc.) tiene distintas ventajas y complementariedades (flexibilidad, etc.).

Al sugerir que las contribuciones de los jóvenes y los pobres sean menores, el WB debería aclarar qué correspondería hacer con las comisiones (dado que los costos no dependen de los aportes). ¿Deberá mantenerse una comisión uniforme como % del ingreso sujeto a aporte, independientemente de la tasa de aporte o del monto aportado? ¿Se intentará favorecer con menores comisiones a los pobres y jóvenes, acentuando los subsidios cruzados que actualmente suponen comisiones porcentuales iguales aún con similares tasas de aportes?

Críticas al capítulo 11 (El camino futuro - Sugerencias del informe)

En el último capítulo se resumen algunos hallazgos del trabajo y las conclusiones. Así se reconocen logros a la reforma (mejoró las cuentas fiscales, mejoró la equidad, y mejoró algo la cobertura, ayudó a desarrollar el mercado de capitales e indirectamente por esta vía a aumentar el ahorro).

Las principales preocupaciones que se mencionan son: la caída en el valor de las cuotas que produjo la crisis argentina, problemas de equidad por las altas comisiones que afectaron más a algunas cohortes que a otras y más a los trabajadores pobres, la parcial cobertura de ancianos con problemas de ingreso, problemas por la agregación del componente de prevención de la pobreza y el de ahorro, y la baja cobertura, destacado como quizás el problema mayor. La mayoría de estas críticas no está bien fundada, tal cual se mostrara a lo largo del documento.

A partir de este diagnóstico el informe avanza en las sugerencias concretas:

1. La más importante a juicio de los autores es que la prevención de la pobreza en la vejez debe recibir más atención que la que se le dispensó en América Latina (párrafo 11.21). En ese párrafo se concluye con un llamado a nuevos estudios que traten de determinar si una cobertura universal mínima es mejor que una focalizada en países como los latinoamericanos que tienen alta informalidad y baja calidad de gobernabilidad. Si se mantienen sistemas contributivos, deben ser complementados con asistencia social.
2. Para suavizar el consumo lo mejor es un sistema de capitalización con contribuciones definidas en lugar de un PAYG con beneficio definidos. Por esta razón se justifica preservar las reformas realizadas en América Latina y reforzarlas.
3. El tamaño del pilar de ahorro mandatarario debería ser reducido en varios casos, dependiendo del desarrollo del mercado de capitales y de la capacidad e supervisión del gobierno.
4. Se deben reducir las comisiones ya que no son todo lo bajas que deberían ser. Se utiliza como ejemplo el de Bolivia donde serían un tercio que en el resto de la

región, y se sugiere evaluar la centralización de algunas actividades de modo de reducir los gastos de comercialización. Debe destacarse que, como se mencionara anteriormente en este documento, el ejemplo de Bolivia es engañoso ya que no computan la comisión sobre activos que se cobra en ese país.

Finalmente en la sección final del capítulo 11 el informe dice que la intención no es sugerir que el pilar de ahorro obligatorio no debe existir, sino que tiene un justificativo transitorio. El informe dice en el párrafo 11.26 que si el segundo pilar es muy importante uno supone que los individuos son miopes (no pueden planificar su futuro) y al mismo tiempo suponer que los gobiernos tienen la capacidad de regular esos fondos crecientes de dinero vigorosamente, esto es “...*have a lot of faith in governments to behave in an even-handed manner. There is little evidence that either assumption is justified; the coincidence of both in a single country is likely to be rare...*”. Este comentario tiene bastante asidero, lo sorprendente es que en el mismo reporte se suponga que el gobierno tenga la capacidad de poder ordenar una administración centralizada de los fondos previsionales y sustituir en parte el proceso de competencia entre las AFP.

Referencias

- Barro, R. (1974) "Are government bonds net wealth?" *Journal of Political Economy*.
- Corbo, V. y K. Schmidt Hebbel (2003): "Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile" (mimeo).
- Davis, P. y Y. Hu. (2004). "Is there a link between pension-fund assets and economic growth? A cross-country study". December, mimeo.
- Diamond, P. (2001): Discussion of James-Smalhout-Vittas paper, Administrative Costs and the Organization of Individual Account Systems: A Comparative Perspective. Prepared for the World Bank Conference "New Ideas about Old Age Security".
- FIEL (1998): La Reforma Previsional en Argentina, Parte II ("Regulaciones y Competencia").
- FIEL (1999): La Regulación de la Competencia y los Servicios Públicos, capítulo 9.
- Forteza, A. (2003): "Lecciones de la seguridad social en América Latina. Revista de Economía", BCU, Mayo 2003.
- Gavin, M., R. Haussman y E. Talvi (1997): Saving Behavior in Latin America. Overview and Policy Guides, BID.
- Gill, I., T. Packard and J. Yermo (2004), "Chile's AFP system from the viewpoint of the average worker: the challenge of increasing coverage". (mimeo).
- James, E. J. Smalhout y D. Vittas (2001): "Administrative Costs and the Organization of Individual Account Systems: A Comparative Perspective. In Private Pension Systems: Administrative Cost and Reforms". Private Pension Series No. 2. OECD. Paris.
- Palmer, E. (2004): "Sweden's New FDC Pension System", mimeo.
- Primamerica Consultores (1995): "Sistema de AFP en Chile: antecedentes estadísticos 1981-1984", Santiago, Chile.
- Spiller, P.T. (1999): "Competencia, Regulación y Eficiencia en Mercados de AFAP: Con implicaciones para el Uruguay", paper contratado por el BID, el Banco Central y la Asociación de AFAP del Uruguay.
- Urbiztondo, S. y S. Auguste (2004): "La Reforma previsional en Argentina y en América Latina: Un diagnóstico alternativo de sus aspectos más críticos", mimeo, FIEL.