

**CEF**

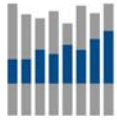
Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## Nota de Política N° 3

# **Desarrollo del Ahorro Contractual en Argentina**

*Septiembre 2004*

La presente Nota fue enriquecida por las discusiones y recomendaciones surgidas de los Workshops y del Seminario Regional “El Rol del Ahorro Contractual en América Latina – Argentina” que tuvieron lugar los días 5 y 6 de Mayo de 2004 en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, los cuales contaron con el apoyo del Instituto del Banco Mundial y del Gobierno Español ([www.cefargentina.org](http://www.cefargentina.org))

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## Índice

Sumario Ejecutivo.....	3
1. Motivación.....	6
2. Marco conceptual - Evolución del ahorro y la inversión a nivel mundial.....	7
3. Ahorro contractual obligatorio (previsional) y voluntario.....	13
4. Perfeccionamiento del esquema de ahorro contractual.....	19
▪ Ahorro contractual previsional.....	19
○ Comisiones: nivel, estructura y transparencia	
○ Políticas y reglas de inversión	
○ Independencia y fortalecimiento del regulador	
▪ Tratamiento impositivo del ahorro voluntario.....	30
▪ Educación financiera de los agentes.....	31
5. Recomendaciones y propuestas.....	33

## ANEXOS

1. Tendencia del ahorro a nivel mundial – distintos sectores involucrados.....	37
2. Ahorro contractual - La experiencia chilena.....	37
3. Países que han adoptado regímenes de cuentas nocionales y sus características.....	38
4. Países de América Latina que han adoptado regímenes de capitalización y sus características.....	39
5. Principales características del ahorro asegurado en Argentina.....	40
6. El sistema integrado de jubilaciones y pensiones - Principales características.....	41
7. Criterios de valuación actualmente vigentes de títulos públicos.....	42
8. Supuestos empleados en el cálculo de los fondos acumulados.....	42
9. Esquema de multifondos - La experiencia chilena.....	42
10. Tratamiento impositivo.....	44
Bibliografía y referencias.....	46

## SUMARIO EJECUTIVO

Luego de la crisis económica y social del 2001-2002 y en las condiciones actuales de cesación de pagos en la que se encuentra Argentina, es de suma importancia promover el ahorro nacional, en particular el ahorro de largo plazo. El desarrollo del ahorro contractual es una de las herramientas de política que permitiría generar las condiciones para cumplir con estos objetivos, ya que aumentaría el ahorro nacional, promovería la innovación y profundización financiera, mejoraría la asignación de los recursos y facilitaría el financiamiento de inversiones de largo plazo con el consiguiente rédito en términos de una mayor tasa de retorno. Esta estrategia contribuiría a lograr un crecimiento económico sostenido.

El ahorro contractual se define como ahorro de largo plazo intermediado por diversos inversores institucionales que generan recursos a partir de aportes obligatorios o voluntarios y los asignan a través de políticas de administración de carteras. Este ahorro se realiza a través de diversos instrumentos, entre otros, pensiones, seguros de vida, renta vitalicia, y coberturas de otras contingencias. El desarrollo del ahorro contractual, sea obligatorio o voluntario, logra mejoras en la estructura financiera de los bancos, las empresas y el gobierno, fomenta el desarrollo de los mercados de valores, promueve la innovación financiera y las buenas prácticas de gobierno corporativo, extiende y aplana la curva de rendimientos a término, fomenta el financiamiento de la inversión de largo plazo -con una mayor tasa de retorno sin depender de la mayor volatilidad característica del ahorro externo- y por ende el crecimiento económico.

En las últimas décadas se observa una utilización creciente del ahorro contractual como instrumento para aumentar el ahorro nacional a través del desarrollo del ahorro pensional obligatorio. En efecto, numerosos países en vías de desarrollo han llevado adelante reformas de sus sistemas de previsión social, incluyendo una mayor participación del ahorro contractual a través de sistemas previsionales de capitalización. En Argentina, que reformó su sistema previsional en 1994, el ahorro contractual acumula fondos del orden del 13% del PBI, de los cuales más del 85% corresponden a fondos del sistema de capitalización -u\$s 16 MM nominales (u\$s 12 MM valuando la tenencia de títulos públicos a mercado)- y el resto a compañías de seguro de vida y retiro -u\$s 2.5 MM-, que además de ofrecer rentas vitalicias obligatorias también actúan en la oferta de instrumentos de ahorros voluntarios. En el caso de Chile, país precursor en la sustitución del régimen de reparto por el de capitalización, la magnitud de los fondos administrados es del 62% del PBI. Finalmente, en varios países de la OECD (tales como Estados Unidos, Reino Unido, Australia y Holanda caracterizados por regímenes voluntarios, y Suiza con un sistema obligatorio) y también en algunos en vías de desarrollo (tales como Sudáfrica, en donde domina el régimen voluntario y Singapur con un régimen obligatorio) los ahorros contractuales representan más del 100% del PBI. Consecuentemente existe un enorme potencial para expandir este sector en la economía nacional a partir del perfeccionamiento del sistema existente y el desarrollo de nuevos instrumentos.

Dado el marco macroeconómico actual en Argentina y las necesidades de financiamiento de mediano y largo plazo del sector público, se ha vuelto a poner en discusión el esquema de previsión social, concitando nuevamente la atención hacia aspectos que han sido ampliamente debatidos y analizados con anterioridad a la reforma del año 1994. En particular, el sistema se ha visto afectado por una continua caída de la cobertura de la población activa, un alto nivel de evasión y elusión previsional, hecho agravado durante la mencionada crisis, lo cual atenta contra la sostenibilidad del régimen de reparto (Pilar I) -en términos actuariales- y sobre la capacidad del sistema de capitalización obligatoria (Pilar II) de ser un régimen efectivo para cumplir con los objetivos de todo régimen de previsión social.

Al momento de aprobarse la reforma previsional se generaron expectativas en torno a la introducción del régimen de capitalización individual, en términos de mejoras en la tasa de sustitución, aumento de la cobertura o participación de los trabajadores y caída de la evasión. Además se esperaba que el nuevo sistema estimularía el interés por el ahorro y el desarrollo de los mercados de capitales. Finalmente, se esperaba que los fondos de pensiones estarían a resguardo de riesgos macroeconómicos y políticos. Sin embargo, algunos de los beneficios esperados del desarrollo del ahorro contractual no se perciben aún

por diversos factores que deben tenerse en cuenta al evaluar el desempeño del sistema respecto a las expectativas generadas inicialmente. Primero, en condiciones adecuadas y comparado con el sistema de reparto la tasa de sustitución es superior (por el propio ajuste de la rentabilidad de los fondos acumulados versus los ajustes de las prestaciones del régimen de reparto que son decididas presupuestariamente). Segundo, la solución a los problemas de evasión y cobertura no depende solamente del tipo de régimen sino también de cuestiones relacionadas con el propio mercado laboral y el cumplimiento de la normativa. Tercero, el escaso tiempo de evolución del nuevo régimen y el efecto de diversos shocks macroeconómicos y decisiones de política que impactaron directamente sobre el sistema o indirectamente a través del mercado laboral, afectaron el esperado efecto positivo sobre los mercados de capitales y la tasa de ahorro. Finalmente, problemas de diseño y/o implementación de la legislación del sistema integrado de jubilaciones y no la específica al pilar de capitalización afectaron el desempeño del nuevo sistema .

A la luz de la evolución reciente del sistema de capitalización obligatorio (Pilar II) y teniendo en cuenta la necesidad de fortalecer el ahorro contractual en Argentina, incluyendo el Pilar II y el ahorro voluntario (Pilar III), es necesario analizar los aspectos perfectibles del ahorro contractual y considerar modificaciones que permitan mejorar los mencionados pilares. Entre los aspectos que deben considerarse se encuentran el largo período requerido de treinta años de aportes para obtener la jubilación normal en el Pilar I, el costo de las comisiones cobradas por las administradoras, las políticas y regulación de las inversiones, la independencia del regulador, el tratamiento impositivo de los distintos instrumentos de ahorro voluntario, la iliquidez absoluta de los ahorros voluntarios en el sistema de AFJPs y la educación financiera de los agentes.

En este sentido, para lograr reducir las comisiones cobradas por las administradoras se recomienda revisar los beneficios del seguro de vida e invalidez para ubicarlos en niveles comparables con los otorgados internacionalmente y/o respecto a seguros voluntarios en Argentina, promoviendo, asimismo, la competencia al momento de la contratación del seguro para mejorar la transparencia en la determinación de las comisiones. En relación al grado de concentración de la industria, se recomienda mejorar la contestabilidad y generar economías de escala a través de la tercerización del registro de afiliados, pago de beneficios, etc. Para estimular la competencia entre las administradoras, se debería cambiar la base de aplicación de las comisiones, pasando del cargo sobre aportes al cargo sobre el fondo administrado y/o sobre la rentabilidad obtenida. Para disminuir la iliquidez de los aportes voluntarios en el sistema de AFJP habría que permitir extracciones con anterioridad al momento de la jubilación pero con penalidades impositivas. Asimismo se recomienda promover actividades de educación financiera de los afiliados.

Se recomienda modificar el esquema de traspasos permitiendo que los mismos se efectúen una vez al año, para evitar gastos improductivos, hasta tanto se flexibilice la regulación de la rentabilidad mínima y se introduzca la opción de múltiples fondos, lo que permitirá una mayor diferenciación de producto. A fin de aumentar las relaciones afiliados / población-económicamente-activa y aportantes/afiliados, habría que reducir el desincentivo a enrolarse en el plan de jubilaciones del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) a través del escalonamiento de los beneficios del Pilar I a los participantes del sistema de acuerdo a los años aportados en lugar de ofrecer sólo dos opciones: (i) beneficio completo con treinta años de aportes y edad jubilatoria normal; o (ii) beneficio mínimo con diez años de aportes y 70 años de edad. Además, se recomienda un mayor fortalecimiento del control de la evasión previsional y la informalidad laboral, así como la disminución de la tasa de cargas sociales totales, incluyendo el aumento de la base imponible, que en lugar de considerarse en base al salario monetario debería hacerse en base al salario bruto total.

Respecto de las políticas y regulación de las inversiones, la adopción de reglas de inversión más flexibles –apelando a criterios de “persona prudente” o “inversor prudente”- permitiría avanzar en la formación de carteras eficientes, con beneficios directos sobre los aportantes, las empresas y el Gobierno. Al mismo tiempo que se otorga al administrador de los fondos mayor discrecionalidad en el manejo de los mismos y

de esta manera se reduce el efecto “manada”, se deben establecer mecanismos que controlen el riesgo asumido, como por ejemplo la utilización del método de Valor a Riesgo (VaR). Con estas modificaciones y la implementación de esquemas de comisiones que se apliquen sobre el stock de fondos acumulados –y no sobre los flujos de aporte se podrían generar los incentivos adecuados para que se decidan impulsar reformas en el esquema de rentabilidad mínima, ganando en la eficiencia de la administración de los fondos. Por último, en cuanto el sistema de capitalización haya ganado en escala, transparencia y eficiencia resultaría óptimo avanzar en esquemas que permitan la conformación de multifondos.

En cuanto a la independencia del regulador, para asegurarla y fortalecerla se recomienda fomentar la adopción de estándares internacionales. Sin embargo, debe reverse la estructura de supervisión y regulación de todos y cada uno de los servicios financieros para asegurar su independencia del Gobierno. En el mismo sentido, debe fortalecerse la independencia de los supervisores de las acciones del Gobierno, y como medio de hacer efectivo el cumplimiento de la normativa vigente (“enforcement”) debe responsabilizarse al regulador por sus actos ante el Congreso de la Nación de la misma manera en que lo es el Banco Central.

En relación al tratamiento impositivo de los distintos instrumentos de ahorro voluntario, se recomienda el diseño de una estrategia tributaria que asegure neutralidad entre instrumentos y entre sus diferentes proveedores. Además, la carga impositiva debería ser menor cuanto mayor sea el plazo de inmovilización de los fondos. Cualquier modificación tendría que respetar las restricciones presupuestarias del gobierno.

Por último y referido a la educación financiera de los agentes, las opciones para mejorar el grado de educación financiera de los consumidores podrían recaer sobre mejores prácticas regulatorias –de los intermediarios financieros, de los costos y de las decisiones de inversión, por ejemplo-, la entrega generalizada y sistemática de folletería, guías de inversión, el diseño de páginas web, la implementación de campañas radiales y televisivas, incentivos / subsidios en base al rendimiento anual percibido por cada individuo, etc. La responsabilidad de la educación previsional del afiliado debería recaer en la industria en su conjunto y el Gobierno.

## 1. Motivación

1.1. Luego de la crisis económica del 2001-2002 y en las condiciones actuales de cesación de pagos en la que se encuentra Argentina, es de suma importancia promover el ahorro nacional, en particular el ahorro de largo plazo, y que el mismo sea asignado eficientemente. Esta estrategia aseguraría crecimiento económico sostenido a través del financiamiento de inversiones, particularmente las de largo plazo. El desarrollo del ahorro contractual es una de las herramientas de política que permitiría generar las condiciones para cumplir con estos objetivos, ya que aumentaría el ahorro nacional, promovería la innovación y profundización financiera mejorando la asignación de los recursos y facilitaría el financiamiento de inversiones de largo plazo con el consiguiente rédito en términos de una mayor tasa de retorno.

1.2. El ahorro contractual se define como ahorro de largo plazo intermediado por diversos inversores institucionales que generan recursos a partir de aportes obligatorios o voluntarios y los asignan a través de políticas de administración de carteras. Este ahorro se realiza a través de diversos instrumentos, entre otros, pensiones, seguros de vida, renta vitalicia, y coberturas de otras contingencias. En los últimos años numerosos países han llevado adelante reformas de sus sistemas de previsión social, incluyendo una mayor participación del ahorro contractual a través de sistemas de capitalización. Tal es el caso de Argentina que en 1994 llevó adelante una reforma del sistema de previsión social que reemplazó el sistema estatal de reparto por un sistema mixto de reparto (Pilar I) y capitalización (Pilar II y III).

1.3. La reciente crisis económica, el default y la consiguiente dificultad de financiamiento del gobierno han vuelto a poner en discusión el esquema de previsión social en Argentina, concitando nuevamente la atención hacia aspectos que han sido ampliamente debatidos y analizados con anterioridad a la reforma del año 1994. En particular, el sistema se ha visto afectado por una continua caída de la cobertura de la población activa, un alto nivel de evasión y elusión previsional, hecho agravado durante la mencionada crisis. El sistema de reparto (Pilar I) es deficitario requiriendo recursos del presupuesto para su financiamiento y muestra un deterioro en el poder adquisitivo de los beneficios. El sistema de capitalización obligatorio (Pilar II) y el sistema de renta vitalicia han sido afectados negativamente por la intervención del Estado que ha exacerbado los problemas de diseño del esquema. Por último, el ahorro voluntario (Pilar III) sigue siendo una asignatura pendiente, en presencia de desincentivos, como su iliquidez cuando se efectúa a través de las administradoras de pensiones y ante la falta de incentivos para la cobertura de otras contingencias, hecho sumado a la pérdida de confianza en el sistema financiero nacional como fuente potencial de canalización de ahorros de largo plazo.

1.4. El fortalecimiento del ahorro contractual cobra especial relevancia en el marco de salida de la crisis económica y social. En este sentido, la presente Nota de Política tiene la siguiente estructura: en la Sección 2 se hace una revisión de los cambios en la tasa y composición del ahorro a nivel mundial en las últimas décadas, en especial el ahorro contractual y las implicancias macro y microeconómicas de su desarrollo, a su vez que se analizan los riesgos a los que están sujetos los fondos acumulados. En la Sección 3 se desarrolla un diagnóstico de la situación actual del ahorro contractual (previsional) obligatorio y voluntario en Argentina. En la Sección 4 se identifican los problemas existentes en el actual régimen de capitalización que dificultan su desarrollo, afectan el valor de los fondos de los afiliados y no permiten alcanzar los objetivos deseados y factibles de los sistemas previsionales. Finalmente, en la Sección 5 y en base al análisis de las secciones precedentes, se hacen las recomendaciones a nivel macro y microeconómicas necesarias para superar dichas fallas.

## 2. Marco conceptual - Evolución del ahorro y la inversión a nivel mundial

### Experiencia internacional

2.1. Según el trabajo de Loayza, Schmidt-Hebbel, Servén (2000), desde los inicios de la década del '70, el ahorro a nivel mundial –como tasa de ahorro nacional en términos del PBI- ha tenido una tendencia declinante. No obstante ello, el comportamiento ha sido diferente en términos de regiones geográficas, registrándose en algunas regiones aumentos y en otras contracciones de la tasa de ahorro. En efecto, en países del sudeste y este asiático y Chile se registraron altas y persistentes tasas de ahorro nacional, con un elevado crecimiento económico. Por su parte, en el resto de América Latina se ha observado una disminución de la tasa de ahorro nacional promedio, fundamentalmente con posterioridad a la crisis de la deuda en la década del '80, mientras que en África ha sido baja a lo largo del período. En el Anexo 1 pueden consultarse en detalle los resultados del trabajo.

2.2. En las últimas décadas también se ha registrado una tendencia mundial hacia una mayor movilidad de bienes, servicios y capitales. Este proceso permitió, en la mayoría de los casos, una canalización más eficiente de los recursos –asignación óptima del capital, y por efecto de la mayor competencia internacional, el desarrollo de mercados laborales y de bienes y servicios más eficientes-. La dinámica que de esta manera se generó llevó a un crecimiento de la economía mundial prácticamente sin precedentes históricos, con generación de nuevos recursos y desarrollo de nuevos mercados –de bienes y servicios, de capital humano y financieros-. En el caso del mercado de capitales, este impulso permitió ampliar su profundidad e incentivar el desarrollo de nuevos instrumentos e intermediarios financieros<sup>1</sup>, que alcanzaron una mayor participación relativa en las economías que encararon reformas estructurales importantes<sup>2</sup>, tal es el caso de Argentina, Brasil, México, los países integrantes de la zona del Euro, entre otros. Por otro lado, los movimientos de capitales y la disponibilidad de ahorro externo para financiar la inversión y el consumo se reflejaron en una modificación de los patrones de consumo intertemporal, y por ende, de las pensiones a ahorrar de los distintos actores económicos.

2.3. A pesar de la presencia de una mayor movilidad de bienes, servicios y capitales, persiste a nivel mundial una alta correlación entre la tasa de ahorro nacional de largo plazo y los niveles de ingreso, en particular en países en desarrollo, mientras que, como se observa en el Gráfico 1, también se evidencia una relación positiva entre la tasa de ahorro y la tasa de crecimiento de la economía. No obstante, por el efecto de la creciente movilidad de capitales la relación entre la tasa de ahorro nacional y la inversión doméstica, si bien ha sido positiva, ha venido decreciendo –pasando del 0.9 al 0.72 en las últimas décadas<sup>3</sup>. En este sentido, también se ha registrado una relación positiva, aunque menor, entre la tasa de ahorro privado y la inversión doméstica. Por último, trabajos como el de Schmidt-Hebbel y Servén (2000) y el de FIEL (1996) señalan que la evidencia empírica a nivel internacional muestra independencia entre la tasa de ahorro nacional de largo plazo y la distribución del ingreso.

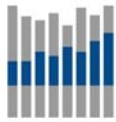
2.4. La evolución del ahorro nacional en Argentina registra un nivel ascendente hasta la década del '80 como lo muestra el Gráfico 2. La creciente apertura económica, comercial y financiera y el acceso al ahorro externo como medio de financiamiento, se reflejan en una caída de la tasa de ahorro nacional y mayor volatilidad, mostrando también un comportamiento contracíclico en la década del '90. La tendencia continúa hasta los inicios de la última crisis, período desde el cual el nivel de ahorro aumenta, pero ese comportamiento, dada la magnitud de la crisis y sus consecuencias económico-sociales, impulsa el interrogante acerca de la sostenibilidad de esa tasa de ahorro en el tiempo.

---

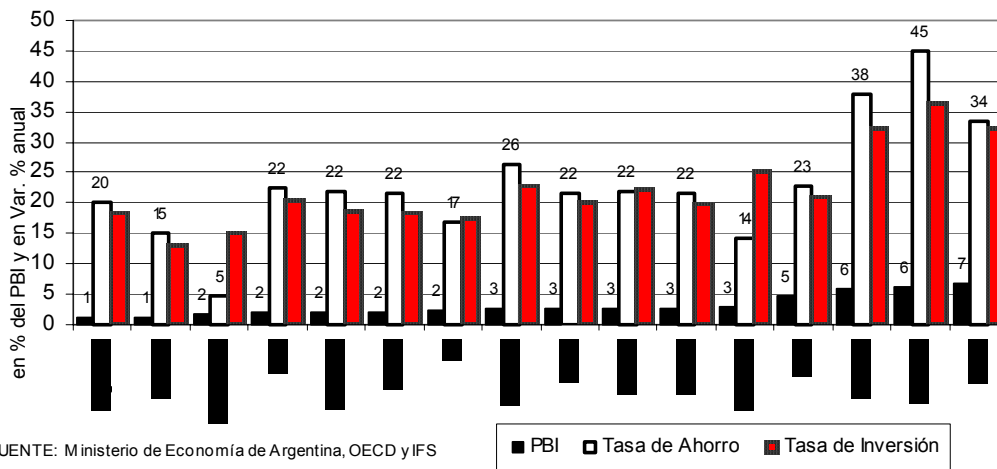
<sup>1</sup> Tanto de activos financieros tradicionales (acciones y bonos privados y públicos) como no tradicionales (futuros y opciones).

<sup>2</sup> Reformas de los regímenes de seguridad social, de regulación y supervisión bancaria y del mercado de capitales, etc, mientras que en el caso de la Unión Europea la implementación de la moneda común en 1999 conllevó enormes esfuerzos en los años anteriores de coordinación de reformas y de políticas macroeconómicas.

<sup>3</sup> Un efecto similar se registra en Chile (Ver Schmidt-Hebbel) y Argentina (cálculos propios) a partir de mediados de los años 70 con la mayor liberalización financiera y comercial.



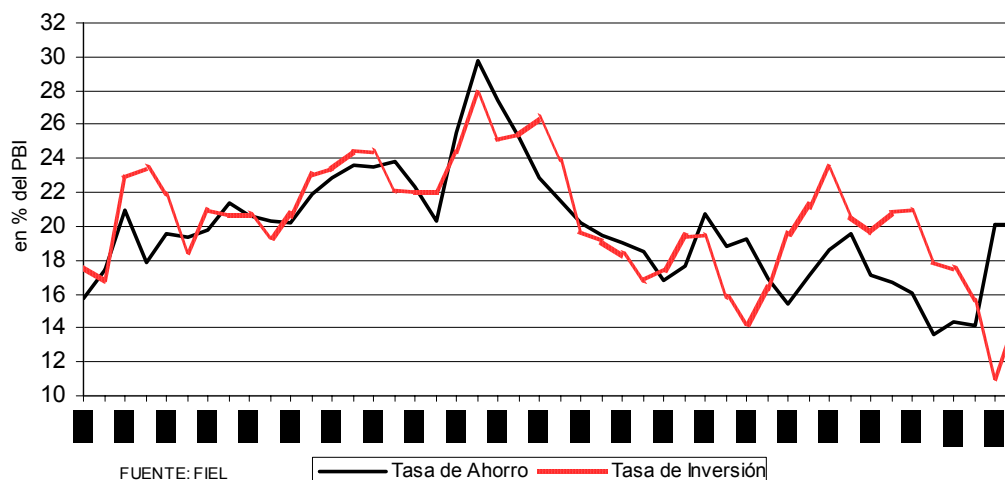
**Gráfico 1: Tasas promedio de ahorro, inversión y crecimiento en diversos países**  
(en %, promedio anual de los últimos 25 años)



FUENTE: Ministerio de Economía de Argentina, OECD y IFS

2.5. En la Argentina se observa una correlación alta y positiva entre el ahorro nacional y la inversión (0.67 para el período 1958-2003); esta correlación disminuye en las últimas décadas, coincidiendo con la mayor disponibilidad de ahorro externo (Gráfico 2). La mayor disponibilidad de ahorro externo disminuye las restricciones de liquidez y permite a los agentes adelantar consumo y/o financiar inversiones. Por esta razón se registra una correlación negativa entre el ahorro nacional y el ahorro externo (de  $-0.38$  para el mismo período) y una correlación alta y positiva entre el ahorro externo y la inversión privada (0.72 para el período 1980-2003). Una de las características del ahorro externo es su volatilidad, tal como lo reflejan las recurrentes crisis bancarias y cambiarias registradas en los países en desarrollo, incluyendo Argentina, en las últimas décadas. Esta volatilidad y dependencia del ahorro externo explica en parte la correlación positiva, aunque baja, entre inversión privada y crecimiento económico (0.37 para el mismo período). El crecimiento económico sostenido requiere del mantenimiento de tasas de inversión privada por encima del 20% del PBI; este nivel de inversión se ha podido sostener en nuestro país durante períodos con disponibilidad de ahorro externo. Considerando la condicionalidad impuesta por los requerimientos de pago futuro relacionados con el alto endeudamiento externo, se requerirá de un esfuerzo en términos de la recomposición y fortalecimiento del ahorro nacional de forma de asegurar la disponibilidad de financiamiento que permita alcanzar el nivel de inversión necesario para el crecimiento económico sustentable.

**Gráfico 2: Argentina - Evolución tasa de ahorro e inversión**  
(en % del PBI)





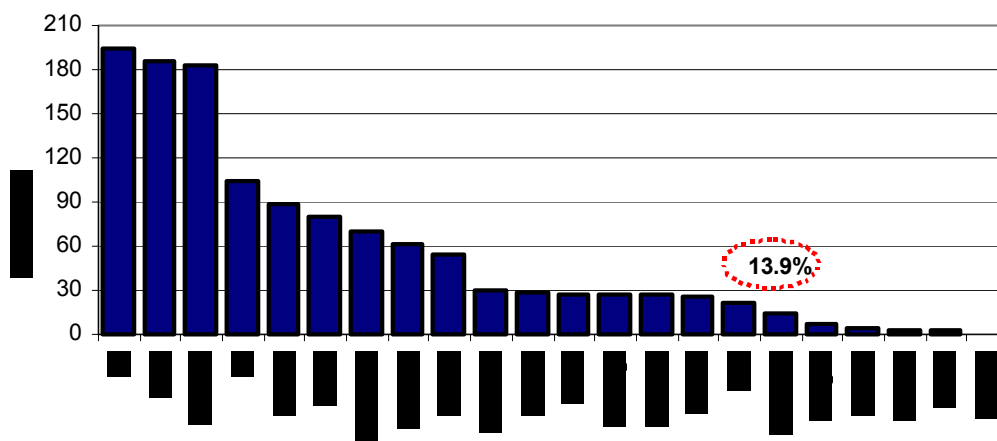
2.6. Entre los instrumentos de política que permiten incrementar el ahorro nacional deben considerarse las políticas a nivel macro y microeconómicas que han utilizado muchos de los países que han registrado tasas de ahorro elevadas y sostenidas a lo largo de las últimas décadas. En efecto, tanto los países del sudeste y este asiático como Chile llevaron adelante políticas generadoras de ahorro público a través de reducción de gastos corrientes -y no de aumento de ingresos tributarios- para no afectar el ahorro privado. En el caso de Chile, por ejemplo, se decidió sustituir el sistema público de pensiones por uno privado basado en la capitalización de aportes, y según Vitorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel (2003), con implicancias positivas sobre el ahorro nacional, principalmente por haber financiado parte del costo de la transición de un sistema a otro a través de la reducción en el gasto público no pensional. Cabe mencionar que un año antes del cambio de sistema de pensiones se reformó el sistema de reparto, reduciendo significativamente los beneficios pensionales, lo cual también contribuyó a reducir el déficit transicional.

2.7. En efecto, en las últimas décadas se observa una utilización creciente del ahorro contractual como instrumento para aumentar el ahorro nacional a través del desarrollo del ahorro pensional obligatorio, pero que requiere de ajuste fiscal para cubrir los costos de la transición. Un instrumento complementario sería el estímulo del ahorro voluntario vía incentivos fiscales, aunque la evidencia empírica no muestra efectos contundentes sobre el ahorro nacional. Respecto al impacto del fondeo obligatorio sobre el ahorro nacional, el trabajo de López Murphy y Musalem (2004), usando una muestra mayor a 400 observaciones y cubriendo 43 países de la OECD y emergentes, demuestra que el aporte obligatorio a sistemas fondeados contribuiría a aumentar el ahorro nacional. Por otro lado, el efecto del ahorro contractual voluntario sobre el ahorro nacional no sería significativo.

2.8. El desarrollo del ahorro contractual, sea obligatorio o voluntario, logra una mayor profundización de la intermediación financiera a través de los canales tradicionales y de los mercados de capitales, lo cual permite fomentar el financiamiento de inversiones de largo plazo con una mayor tasa de retorno sin depender de la mayor volatilidad característica del ahorro externo. Debe resaltarse que la implementación de este tipo de medidas requiere un grado adecuado de educación financiera de los participantes y protección al consumidor de servicios financieros a través de la adecuada regulación y supervisión de los intermediarios.

2.9 La evidencia internacional (Gráfico 3) muestra que en los últimos años el ahorro contractual se ha transformado en uno de los principales canales de ahorro –voluntario u obligatorio- de los agentes económicos. Una significativa mejora en los tiempos y accesos a la información relevante de una cantidad creciente de agentes económicos, en un contexto global de constante integración económico-financiera, permitió potenciar el desarrollo de los mercados y retroalimentar el proceso de crecimiento de la oferta, la demanda y la innovación de nuevos productos financieros.

Gráfico 3 - Ahorro contractual: Activos financieros/PBI (en %)



Nota: Compañías de Seguro de Vida y Fondos de Pensión. Información disponible a diciembre de 2000, a marzo de 2004 para el caso de Argentina, Suiza 1998 y UK, Japón, Dinamarca y Austria 1999.  
FUENTE: OECD y SAFJP.

2.10 La evidencia empírica reciente muestra los efectos significativos desde el punto de vista macro y microeconómicos del desarrollo del ahorro contractual. Entre ellos, es posible observar mejoras en la estructura financiera de los bancos, las empresas y el gobierno, fomenta al desarrollo de los mercados de valores, extiende y aplana la curva de rendimientos a término, fomenta el financiamiento de la inversión de largo plazo y por ende el crecimiento económico, promueve la innovación financiera y las buenas prácticas de gobierno corporativo.

2.11 Entre los efectos microeconómicos, las investigaciones realizadas por Impávido, Musalem y Tressel (2001,2002,2003) para una muestra de países miembros de la OECD y emergentes, encuentran que la mayor disponibilidad de ahorro de largo plazo produce efectos positivos sobre la estructura de financiamiento de las empresas, reduciéndose el riesgo de refinanciación y ampliando la posibilidad de financiar inversiones de largo plazo. Este efecto se observa a través de distintos mecanismos dependiendo de la naturaleza del sistema financiero –basado en el mercado de capitales o basado en bancos-. En el caso de países que están dominados por el mercado de capitales, (EEUU, Inglaterra, etc), el apalancamiento (definido como Deuda Total/Capital Total) a nivel empresa disminuye a medida que aumenta el stock de activos de ahorro contractual de manera que se fomenta el financiamiento a través de capital accionario. Asimismo, se observa que las empresas acuden al endeudamiento bancario básicamente para el financiamiento de obligaciones de corto plazo. Esto es, mejora la estructura financiera de las empresas, lo cual las hace menos vulnerables a shocks de tasa de interés o de caída de la demanda.

2.12 Asimismo, los resultados de las estimaciones para las economías basadas en bancos (Alemania, España, Grecia, Argentina, etc), son también concluyentes acerca de los efectos positivos del desarrollo del ahorro contractual. Si bien el desarrollo del mismo en países con preponderancia de los servicios financieros bancarios induce a un mayor nivel de apalancamiento de las empresas, también aumenta la proporción contraída de deuda de largo plazo. La evidencia muestra que a mayor desarrollo del ahorro contractual disminuye el ratio préstamos bancarios de corto plazo/préstamos totales de las empresas, con lo cual se reduce el riesgo de refinanciamiento y se mejora la posición para enfrentar shocks adversos. Adicionalmente, el ahorro contractual induce a una mayor competencia por la captación de fondos en el mercado y mejora la calidad de la cartera de los bancos reduciendo el costo de intermediación financiera.

2.13 En términos del impacto sobre el mercado de capitales, se observa que el desarrollo del ahorro contractual promueve la profundización del mercado tanto de acciones como de bonos. En el caso del mercado de acciones el impacto es mayor en las economías donde la información de las empresas es más transparente, donde se utilizan los mejores estándares contables, especialmente en el caso de aquellas economías dominadas por mercados de capitales. Por otro lado, el impacto del desarrollo del ahorro contractual sobre el mercado de bonos (públicos, corporativos, hipotecarios, etc) es mayor en aquellas economías dominadas por los servicios financieros bancarios.

2.14. El desarrollo del ahorro contractual también tiene efectos positivos sobre el crecimiento económico de largo plazo no sólo a través del aumento del ahorro nacional sino que también lo hace a través del incremento de la productividad de los factores productivos. Dentro de la evidencia empírica que considera estos efectos sobre el crecimiento de largo plazo, se encuentra el trabajo realizado por Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) para el caso chileno. En este trabajo se analiza el impacto del sistema de pensiones con capitalización -uno de los componentes principales del ahorro contractual- sobre el crecimiento económico, tomando en cuenta los tres canales a través de los que opera, esto es, el efecto sobre el nivel del ahorro nacional de la economía, el efecto sobre el mercado laboral y el efecto sobre los mercados de capitales.

2.15. El desarrollo del ahorro contractual obligatorio aumenta el ahorro nacional a través de los cambios generados en el ahorro público y privado obligatorio a partir de la reforma del sistema de pensiones. Debe tenerse en cuenta que el efecto inicial de la reforma sobre el ahorro público es negativo durante la

transición, y el financiamiento del mismo a través de impuestos afecta las decisiones de ahorro privado, por esta razón el financiamiento del déficit transitorio a partir de disminución del gasto público es preferido al financiamiento del mismo a través de impuestos y/o colocaciones de deuda pública en el propio sistema. El carácter obligatorio del ahorro contractual también tiene un impacto sobre las decisiones de ahorro del sector privado, donde no se observa una sustitución perfecta entre ahorro obligatorio y voluntario<sup>4</sup>, por lo que el efecto de la reforma incrementa el nivel de ahorro privado. El aumento del ahorro nacional tiene un efecto positivo sobre la inversión (dependiendo del grado de integración financiera) y a través de ésta sobre el crecimiento económico.

2.16. El desarrollo del ahorro contractual también opera a través del mercado de trabajo, donde se registran modificaciones en los incentivos a jubilarse, cambios en las productividades medias de los trabajadores (por traspasos hacia el sector formal desde los sectores informales y de aquellos que no trabajan) y por efectos directos sobre el empleo derivados de la disminución en la percepción del componente de impuesto puro que tienen los aportes personales en un sistema de reparto público. Como el trabajo formal es más productivo, este mecanismo genera un efecto benéfico sobre el crecimiento económico. Por último, el desarrollo del ahorro contractual se refleja en una profundización de los servicios financieros, tal como fuera analizado anteriormente y esta profundización tiene un impacto sobre la productividad total de los factores (PTF). El impacto conjunto de estos tres factores ha sido estimado por los autores para el caso chileno considerando el período 1980-2001. La reforma del sistema de pensiones explicó aproximadamente un 10% de la tasa del crecimiento del PBI. En efecto, como puede observarse en la Tabla 1, la tasa de crecimiento anual promedio en el período fue del 4,6% y las estimaciones del efecto de la reforma sobre el crecimiento del PBI arrojan valores que se ubican entre 0.2-0.9 puntos porcentuales, con un valor promedio de 0.5. En el Anexo 2 se describen en detalle los resultados de la investigación de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003).

Tabla 1 - Chile: incidencia de la Reforma sobre el crecimiento  
(en %)

Crecimiento del PBI (promedio 1980-2001)	4,6 promedio anual		
	Mínimo	Medio	Máximo
Debido a la Reforma			
Ahorro e Inversión	0,03	0,13	0,32
Mercados Laborales	0,05	0,10	0,15
Desarrollo Financiero y PTF*	0,13	0,20	0,27
<b>Contribución Total</b>	<b>0,22</b>	<b>0,49</b>	<b>0,93</b>

\* Productividad Total de los Factores de Producción.

FUENTE: CEF en base a Corbo-Schmidt Hebbel (2003).

2.17. Para el caso de Argentina, el énfasis en el desarrollo del ahorro contractual tendría un efecto positivo sobre el crecimiento económico a través de diversos canales:

- Primero, el ahorro pensional obligatorio aumentaría la tasa de ahorro nacional, que a su vez permitiría financiar un mayor nivel de inversiones. Sin embargo, el efecto durante la transición de un sistema de reparto a uno con capitalización, dependerá de la forma de financiamiento del déficit previsional generado durante la transición.
- Segundo, por tratarse de un país con preponderancia de los servicios financieros bancarios, mejoraría la estructura financiera de las empresas, a través de mayor endeudamiento de largo plazo lo que disminuye el riesgo de refinanciación y por ende permite el financiamiento de inversiones de largo plazo. Además, el ahorro contractual promovería el financiamiento a través del mercado de capitales, principalmente por un mayor desarrollo del mercado de bonos (corporativos, hipotecarios,

<sup>4</sup> Para que ello no ocurra, es decir, que el ahorro obligatorio sea sustituto perfecto del ahorro voluntario, deben incluirse los supuestos de ausencia de miopía, inexistencia de restricciones al endeudamiento, lejanía de niveles de consumo de subsistencia, entre los más significativos.

etc) que permita a las empresas financiar inversiones de largo plazo. Finalmente, los préstamos de largo plazo pasarían a tener una mayor participación en las carteras de préstamos de los bancos ya que estos tendrían una mayor capacidad de movilizar recursos (a través de depósitos y bonos) de largo plazo desde las instituciones de ahorro contractual.

- Tercero, por mejora en la eficiencia y estabilidad bancaria, ya que el desarrollo de ahorros contractuales disminuiría el margen de intermediación bancaria, incluyendo una disminución en la prima de riesgo dado que reduce la proporción de préstamos en situación irregular en la cartera total. Esto último estaría causado por la mejora en la estructura financiera de las empresas.
- Cuarto, el impacto sobre el desarrollo del mercado de capitales también generaría un efecto positivo sobre la productividad total de los factores con el consiguiente impacto sobre el crecimiento económico.
- Quinto, el desarrollo de los ahorros contractuales podría tener un efecto positivo sobre la productividad del trabajo al incentivar la formalidad y disminuir la percepción de las contribuciones como un impuesto al trabajo.

2.18. Debe tenerse en cuenta que el desarrollo del ahorro contractual y sus implicancias sobre las variables mencionadas anteriormente supone condiciones macro y microeconómicas, que surgen a partir de la naturaleza temporal (horizonte de largo plazo), el grado de disponibilidad de los fondos (intangibilidad) y las características de los distintos participantes involucrados –ahorristas e intermediarios que comparten distinta información. En este sentido, el desarrollo del ahorro contractual requiere de un contexto macroeconómico sustentable, con un marco legal que garantice los derechos de propiedad, un claro compromiso de desarrollo de los mercados financieros, una masa crítica mínima de intermediarios financieros solventes, un marco impositivo que asegure la neutralidad entre instrumentos y proveedores, un esquema regulatorio y de supervisión acorde con las mejores prácticas internacionales (incluyendo la adopción de estándares de gobierno corporativo, contabilidad y auditoría) y mecanismos que permitan minimizar el efecto del riesgo macroeconómico y político. Por esta razón, la utilidad del desarrollo del ahorro contractual como instrumento de política económica debe tener en cuenta la necesidad de avanzar en la consolidación de las mencionadas condiciones, muchas de las cuáles se relacionan con condiciones microeconómicas inherentes a los servicios financieros en general y al sistema previsional en particular.

#### Claridad de objetivos y seguridad jurídica

2.19. En efecto, el impacto del desarrollo del ahorro contractual sobre el ahorro y el crecimiento económico de largo plazo no pueden analizarse sin considerar los aspectos específicos del sistema previsional del cual forma parte. En tal sentido, y teniendo en cuenta el impacto de la reforma sobre el ahorro público y privado es necesario considerar la transición de un sistema estatal de reparto a un sistema mixto, la claridad en cuanto a los objetivos perseguidos por la reforma, las restricciones fiscales para financiar la transición y la distribución de este costo entre las generaciones, los aspectos relacionados con la seguridad jurídica y la transparencia en la implementación de los programas. La combinación de pilares busca la diversificación de las fuentes de ingreso, en la medida que las tasas de retorno<sup>5</sup> de ambos sistemas no estén fuertemente correlacionadas. Debe tenerse en cuenta que la persecución de otros objetivos de política, por ejemplo, los relacionados con el estímulo a la formalización laboral o el combate a la evasión, requieren de otras medidas de política económica.

2.20. Por otra parte, considerando las características intrínsecas del ahorro contractual –en particular, el ser ahorro de largo plazo- un elemento central que debe tenerse en cuenta al momento de promover su desarrollo es el referido a la protección del valor de los fondos acumulados, tanto de los desequilibrios macroeconómicos como de la intervención estatal arbitraria. En este sentido, el concepto de seguridad jurídica se torna particularmente relevante. Como paso previo a la discusión de los aspectos

---

<sup>5</sup> La tasa de retorno en un sistema de reparto bien diseñado correspondería a la tasa de crecimiento de la nómina salarial real. Mientras que la tasa de retorno de un sistema de capitalización corresponde a la tasa de rentabilidad del mercado.

microeconómicos de la protección del ahorro contractual, debe tenerse un marco institucional adecuado y estable que garantice la protección de los derechos de los afiliados.

2.21 En este sentido, existen distintos tipos de riesgos que deben ser considerados para otorgarle al sistema la credibilidad y la sustentabilidad necesarias. En efecto, existen riesgos derivados de desequilibrios macroeconómicos que involucran diversas variables que no deben ser omitidas de cualquier tipo de análisis. La pérdida de valor de los fondos puede darse por variaciones importantes en la tasa de inflación, en el tipo de cambio o en la tasa de interés. Adicionalmente existen riesgos operacionales, derivados del comportamiento inapropiado de los administradores de los fondos, tales como la quiebra del administrador, mala conducta, trading ilegal, acciones colusivas, etc. Un aspecto que debe tenerse en cuenta es el relacionado con la defensa de los consumidores de servicios financieros y previsionales provistos por las administradoras. Dentro de los riesgos debe considerarse la intervención arbitraria del Estado, ya sea a través de la ingerencia no prudencial en la política de inversiones de los administradores o en el uso de los aportes y fondos como instrumento de política anticíclica. También existe el riesgo derivado de una aplicación subóptima de los fondos por parte de los propios aportantes debido a su bajo nivel de educación financiera<sup>6</sup> y, por último, existe el riesgo de mercado, en particular, al momento de hacerse la conversión de los fondos acumulados en renta vitalicia.

### **3. Ahorro contractual obligatorio (previsional) y voluntario**

#### Ahorro previsional - La solvencia del sistema de reparto

##### *Introducción*

3.1 El objetivo central de la previsión social –ya sea a través de esquemas públicos ó privados, voluntarios u obligatorios- es proveer de ingresos adecuados a los trabajadores una vez alcanzada la edad de retiro y decidida la salida del mercado laboral, con beneficio directo sobre el consumo intertemporal de los aportantes. Estos esquemas son implementados por motivos inherentes a los propios agentes en su etapa activa -miopía previsional, falta de educación financiera, entre otros- o por cuestiones ajenas a ellos, pero con impacto directo sobre sus posibilidades de sustento en el retiro –fallas de mercado no corregidas por políticas públicas consistentes, informalidad laboral-, entre otras. Algunos países promueven regímenes de seguridad social a través de esquemas públicos, otros a través de esquemas de fondeo privado y otros una conjunción de ambos. Asimismo, estos esquemas pueden estar diseñados de tal manera que los beneficios sean calculados en base a estructuras de beneficios definidos (BD) ó contribuciones definidas (CD) ó una combinación de ambos<sup>7</sup>.

3.2 Las reformas de los sistemas de pensiones de reparto en varios países en las últimas décadas fue consecuencia de diversos factores que tornaron actuarialmente insostenibles dichos sistemas debido al deterioro constante de la relación aportantes/beneficiarios. Entre dichos factores, Bertranou et al (2000) destacan la evolución demográfica, la informalidad laboral y el aumento del desempleo. Entre las cuestiones demográficas resaltan la baja tasa de natalidad y el aumento en la expectativa de vida. También cabe mencionar (i) el elevado incumplimiento en los aportes por parte de los cotizantes obligados a los regímenes, (ii) demasiada generosidad en los beneficios concedidos, como así también en las condiciones de otorgamiento para determinados grupos de personas, (iii) inequidades de acuerdo a los aportes efectuados y beneficios recibidos y (iv) promesas políticas excesivas que comprometieron al fisco con elevados déficits, entre los más significativos.

---

<sup>6</sup> En el caso que el aportante pueda elegir entre distintos fondos (esquema de Multifondos) y/o administradores.

<sup>7</sup> A través de esquemas de beneficios definidos, una suma mensual es percibida desde el momento del retiro, calculada básicamente en base a años de aporte y niveles salariales. En esquemas de contribuciones definidas, se acumulan los aportes realizados que al momento de la jubilación pueden retirarse, dependiendo de los esquemas, totalmente o en forma de mensualidades, por ejemplo.

3.3. Las respuestas institucionales de los diferentes países a los desafíos planteados por los cambios mencionados pueden caracterizarse bajo dos tipologías. Por un lado, se encuentran aquellos países que optaron por pasar del régimen de reparto puro a un régimen de capitalización puro o mixto. Este sistema en su versión extrema implica que cada individuo aporta durante su etapa activa a un fondo que acumula para luego derivar de él su ingreso al momento del retiro (por ejemplo, Chile, México, El Salvador). En su versión mixta, el componente privado –Pilar II- se complementa con un beneficio otorgado por el Estado –Pilar I- en base al cumplimiento de ciertos requisitos (por ejemplo, Argentina, Uruguay, Costa Rica, Hungría). En ambos casos, y como fuera mencionado, la acumulación de fondos individuales constituye el componente principal del ahorro contractual. Generalmente, el Pilar I está estructurado bajo la modalidad de beneficio definido mientras que el Pilar II es de contribución definida. Por el otro lado, se encuentra un grupo de países que adoptaron el sistema de cuentas nocionales sin fondeo (por ejemplo, Suecia, Letonia, Polonia). Este sistema, es esencialmente de reparto y no genera capitalización de ahorro financiero. Su ventaja respecto de los sistemas de reparto tradicionales es que hay una relación directa entre aportes y beneficios y goza de total transparencia.

3.4. Dentro de los países que se inclinaron por sistemas de capitalización puros o mixtos, corresponde mencionar a los países latinoamericanos. En este sentido, el caso de Chile, que reformó su sistema de pensiones en el año 1981 fue el modelo seguido por numerosos países de la región. El sistema de seguridad social chileno fue el primer sistema reformado en América Latina que optó por un esquema obligatorio de capitalización puro, conjuntamente con un esquema de pensiones mínimas financiado por el presupuesto nacional. Esta reforma fue implementada en el marco de un proyecto global de reformas estructurales cuyo objetivo era estabilizar y diversificar la economía, y superar las continuas crisis económicas. Las mismas resultaban en elevadas tasas de inflación y devaluación, que eran derivadas de persistentes déficits fiscales a los que se sumaba una constante reducción en los ingresos de los sistemas de reparto y una declinación de la proporción de contribuyentes a beneficiarios. Con variantes, el modelo chileno fue seguido por otros países latinoamericanos durante la década del '90 así como también por varios países de Europa Central y Oriental. En el Anexo 4 se detalla una comparación de sistemas latinoamericanos desarrollada por la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS).

3.5. Las reformas introducidas en los sistemas previsionales de la región presentan algunas características comunes, aunque en general conservan aspectos diferenciales relacionados con los aspectos estructurales pre-reformas y aspectos institucionales<sup>8</sup> propios de cada país. Aunque también es posible distinguir aspectos relacionados con la fecha de implementación de la misma y la evolución de los aspectos regulatorios y de supervisión producidos con posterioridad a las diferentes reformas. En efecto, tanto los aspectos regulatorios como de supervisión han ido evolucionando, de manera de perfeccionar los diversos sistemas implementados recientemente, por lo que su análisis permite distinguir aspectos que pueden ser considerados a fin de perfeccionar los aspectos relacionados con la regulación y supervisión del sistema previsional argentino, teniendo en cuenta que la crisis económica reciente se plantea como una oportunidad para avanzar en tal sentido.

3.6. Entre los países que adoptaron el sistema de cuentas nocionales, cabe mencionar el caso de Suecia que –al igual que Chile en la situación anterior- ha sido tomado como modelo por varios países, principalmente en Europa Central. El sistema sueco de pensiones consta de dos partes básicas: el *Inkomstpension* y el *Premium Pension* y, si la suma de ambos estuviera debajo de un cierto nivel, se agrega un tercer nivel de prestación garantizada. En promedio, para personas con ingresos de hasta el tope máximo, el sistema público les provee el equivalente a algo así como el 50-60% del ingreso promedio de los económicamente activos. El *Inkomstpension* funciona con cuentas individuales virtuales. Las contribuciones realizadas al sistema se contabilizan como si fueran aportes a un fondo de pensiones. La tasa de interés que ganan esas contribuciones equivale a la variación salarial promedio de la

---

<sup>8</sup> Definición amplia de instituciones como marco legal normativo, reglas, enforcement, etc..

economía excepto que se detecte un desbalance actuarial en cuyo caso se reconoce una tasa menor. La prestación se calcula dividiendo el saldo teórico acumulado a la edad de jubilación por un coeficiente actuarial que tiene en cuenta la mortalidad de los cinco años precedentes y una tasa de interés técnica del 1.6% anual. La prestación se recalcula anualmente restando de la tasa de variación salarial el 1.6% ya implícito en las rentas. Además del Inkomstpension está el Premium Pension, el que funciona como un sistema de capitalización con administración privada de fondos. En este caso las cuentas individuales son reales. Al momento de la jubilación, los participantes pueden elegir entre dos modalidades. La primera consiste en la compra de una renta vitalicia en la que el riesgo de sobrevida y el financiero son trasladados al administrador del sistema. La otra modalidad opera como un retiro programado con recálculo anual de prestaciones. El sistema sueco de pensiones es contributivo. Los empleados aportan el 7% de sus ingresos mientras que los empleadores aportan el 10.21%. De este total, 86% aproximadamente se destina al Inkomstpension y el 14% restante al Premium Pension. Ambos subsistemas tienen costos de administración explícitos. Los mismos son debitados en las cuentas, virtuales o reales, según sea el caso. En el caso del Premium Pension los gastos de administración se deducen del valor de las cuotas partes. Es un sistema centralizado de registros individuales y de recaudación y no hay relación entre el administrador del fondo y los miembros del plan lo que evita gastos comerciales. En 2002 había 644 fondos y 87 administradores. En la actualidad, los ingresos y egresos del Pilar I del sistema están equilibrados. En el Anexo 3 se incluyen cuadros donde se comparan las características de los sistemas en distintos países que lo han adoptado.

3.7. Al momento de la introducción de reformas en el sistema previsional y durante la etapa de transición desde un sistema de reparto hacia un sistema pleno de capitalización o hacia un sistema mixto, deben considerarse aspectos relacionados con los objetivos e instrumentos de política y el análisis costo-beneficio. En relación a los objetivos, debe quedar claro que el principal objetivo a ser alcanzado por un sistema previsional es proporcionar un flujo de ingresos adecuado a los individuos que inician su etapa pasiva. La introducción de cuentas de capitalización individual permite a los individuos acumular fondos durante su vida activa que luego serán consumidos en la etapa pasiva, vinculando en forma directa los aportes realizados con los beneficios obtenidos de manera de proveer los incentivos adecuados para participar del sistema y generando aspectos benéficos en términos de incentivos al ahorro y a la productividad laboral. Adicionalmente, en aquellos países que han adoptado esquemas con fondeo, se contribuiría a una mayor credibilidad del sistema y a la reducción o eliminación de obligaciones contingentes futuras. Por su parte, dentro de los costos sobresalen los asociados al reconocimiento de los derechos adquiridos por los aportantes al antiguo sistema así como los pagos a los actuales jubilados bajo dicho sistema. En el caso de la introducción de planes pensionales voluntarios, es esperable una caída en los recursos fiscales debido a las exenciones impositivas que regirían en estos esquemas, caída que podría compensarse en el futuro con una aceleración en el ritmo de crecimiento económico.

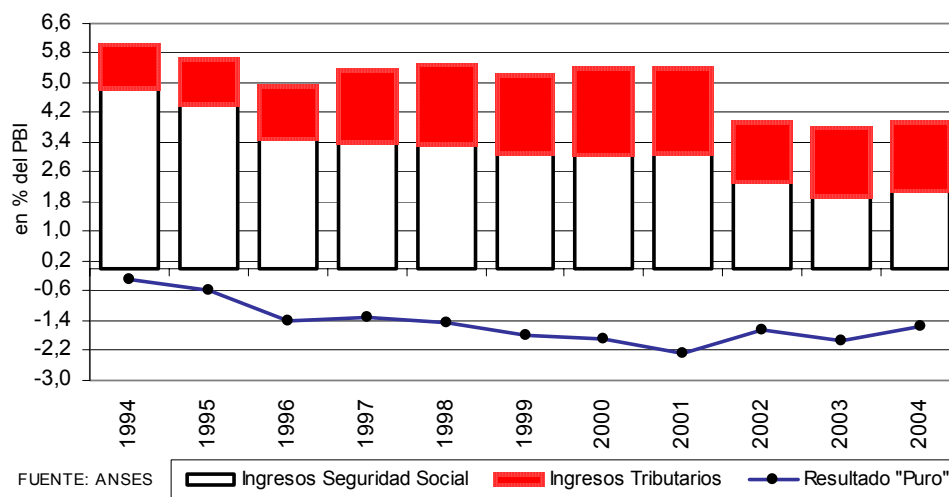
3.8. Sin embargo, y dados los problemas que se observan en los mercados laborales de varios países en desarrollo como Argentina –por ejemplo, la informalidad y la evasión- estos esquemas cumplen parcialmente con el objetivo propuesto. Dado que los individuos de menores ingresos son los que mayoritariamente se encuentran en el sector informal, al momento de jubilarse no cuentan con los aportes suficientes que les provean de un retiro que cubra sus necesidades mínimas. Es por ello que, para dar cumplimiento a un segundo objetivo como es la reducción de la pobreza en la clase pasiva, se hace imprescindible la utilización de un instrumento diferente y que consiste en el otorgamiento de un subsidio estatal hacia aquellos trabajadores que no alcancen un nivel mínimo de subsistencia. A fin de alcanzar este objetivo puede considerarse el diseño de un Pilar 0 pero que minimice incentivos negativos a la participación en esquemas contributivos.

#### *El resultado de la reforma de 1994 en Argentina*

3.9. Al momento de aprobarse la reforma previsional se confiaba en que, con la introducción de un régimen de capitalización individual, se generarían los incentivos para estimular el interés por el ahorro –

con implicancias secundarias positivas sobre el mercado de capitales- y lograr una mayor participación de los trabajadores. Los beneficios esperados del desarrollo del ahorro contractual no se perciben aún, en parte por el escaso tiempo de evolución del nuevo régimen y al efecto de diversos shocks macroeconómicos que impactaron directamente sobre el sistema ó indirectamente a través del mercado laboral, pero también debido a la posible falta de incentivos para los afiliados por problemas de diseño y/o implementación de la regulación específica del sistema de capitalización. El número de aportantes al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) registró una evolución estable con significativas pérdidas relativas respecto a la Población Económicamente Activa (PEA) y al número de ocupados. Este elemento generó fuertes necesidades de financiamiento del sistema, hecho exacerbado por dos decisiones políticas explícitas, una estructural y otra coyuntural. En el Gráfico 4 se muestran los ingresos totales percibidos por la ANSES (Administración Nacional de la Seguridad Social) discriminando entre aportes propios a la Seguridad Social y partidas de rentas generales con asignación específica y el resultado puro<sup>9</sup> del sistema; puede observarse que desde la introducción del régimen de capitalización se generó un significativo “costo de transición” al desviar aportes al financiamiento de futuras generaciones y que la reducción de las contribuciones patronales demandó la asignación de otros recursos, especialmente al no verificarse incremento alguno en el número de empleados formales contribuyentes a la seguridad social.

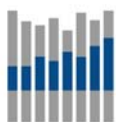
**Gráfico 4- Ingresos y resultado de la Seguridad Social**  
(en % del PBI)



3.10. Teniendo en cuenta la evolución registrada por el sistema previsional en los últimos años, el desempeño futuro del mismo dependerá no sólo de la evolución del sistema de capitalización sino también de los costos relacionados con la transición iniciada en el año 1994. Especialmente teniendo en cuenta el nivel de cobertura del sistema por efecto del alto nivel de desempleo, la evasión previsional y la población que encontrándose bajo la línea de pobreza no realiza aportes al sistema previsional. Las proyecciones previsionales elaboradas por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP) indican que las necesidades de financiamiento adicional del sistema de reparto, si bien disminuyen con el paso del tiempo, se mantendrán en valores extremadamente significativos (por encima del 1% del PIB) hasta el año 2020 y sólo desaparecen después del año 2035 (ver Tabla 2). Dados los requerimientos de superávits presupuestarios futuros acordados en el marco de la negociación de la deuda pública, la cifra resulta elevada en términos de solvencia fiscal.

<sup>9</sup> Como diferencia entre ingresos por contribuciones patronales y aportes al régimen de reparto y erogaciones por jubilaciones y pensiones





**Tabla 2 - Resultado "puro" del sistema de reparto**  
(en % del PBI)

	<b>Ingresos</b>	<b>Egresos</b>	<b>Sup./Déficit</b>
2000	1,6	4,7	-3,1
2005	1,8	4,6	-2,8
2010	1,8	4,0	-2,2
2015	1,8	3,5	-1,7
2020	1,8	3,0	-1,2
2025	1,8	2,5	-0,7
2030	1,7	2,0	-0,3
<b>2035</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>
2040	1,7	1,4	0,3
2045	1,6	1,3	0,3
2050	1,5	1,2	0,3

FUENTE: Proyecciones SAFJP.

3.11. Por efecto de la crisis económica de los últimos años, la creciente informalidad laboral y el deterioro de la situación social implican que en el futuro se registrará una pérdida de cobertura previsional, lo cual requerirá de una intervención del Estado como proveedor de prestaciones básicas, que se traducirá en necesidades financieras adicionales aún mayores a las estimadas en el trabajo de la SAFJP. Consecuentemente, se vuelve prioritario la consideración de un Pilar 0 no contributivo que pueda atender la creciente demanda por parte de la población que sólo realiza aportes esporádicos y/o nulos.

#### Ahorro contractual obligatorio (previsional)

3.12. En Argentina, el ahorro contractual obligatorio se canaliza a través del sistema previsional reformado en 1994 mediante la Ley 24.241. El modelo de reforma de carácter mixto implementado conserva un esquema público (de reparto) destinado a otorgar un beneficio básico e incorpora un esquema privado (de capitalización) que permite a los trabajadores acceder a un beneficio complementario basado en un mecanismo de CD. Otro punto importante de destacar de la reforma, es que la misma incluyó una modificación paramétrica, aumentando los requisitos de edad y de años de aportes para acceder a la jubilación.

3.13. Existen además cajas profesionales que son organismos previsionales de creación legislativa provincial cuyas disposiciones son de orden público, por lo que la afiliación a las mismas es de carácter compulsivo. Estos organismos son administrados por sus propios integrantes sin intervención ni responsabilidad del Estado. Estas instituciones cuentan con un patrimonio cuya administración y disposición está en manos de las respectivas Asambleas de Afiliados y Directorios. En un buen número de ellas existen órganos de fiscalización, en general integrados por afiliados activos y jubilados elegidos por sus colegas para efectuar un control sistemático. Considerando los aspectos actuariales y regulatorios de estas cajas y su carácter sustitutivo del sistema integrado de jubilaciones y pensiones, una mejora en sus aspectos regulatorios, de supervisión y política de inversiones tendría un impacto positivo sobre el desarrollo del ahorro contractual en nuestro país.

#### Voluntario

3.14. El ahorro contractual voluntario se canaliza en Argentina a través de los diferentes mecanismos que constituyen el así llamado "tercer pilar": Compañías de seguros de vida y retiro, AFJPs y Planes ocupacionales. El desarrollo de este tipo de ahorro constituye sin lugar a dudas una de las asignaturas pendientes del actual sistema previsional en nuestro país. Por diversas cuestiones relacionadas con la falta de desarrollo de instrumentos, la falta de educación financiera de los agentes y/o la tradicional

prevalencia y confianza por parte de los agentes en el sistema de previsión social estatal (Estado de Bienestar), ha generado que a pesar de la presencia de algunos incentivos fiscales, el ahorro contractual voluntario no haya alcanzado los niveles deseados.

3.15. En el ahorro voluntario canalizado a través de las AFJPs, las imposiciones voluntarias de los afiliados al Régimen de Capitalización reciben un tratamiento impositivo favorable ya que: a) la Ley 24.241 estipula que son ilimitadamente deducibles de la base imponible del impuesto a las ganancias y b) no generan, en la práctica, ningún costo para el afiliado (aunque la ley contempla la posibilidad de que la AFJP cobre comisiones sobre la acreditación de estos importes). A pesar de estos dos atributos ventajosos, la iliquidez de los fondos depositados y la falta de confianza por parte del público ha generado des-incentivos que se reflejan en un bajo nivel de aportes voluntarios captados por las AFJPs.

3.16. Por otro lado, el ahorro contractual voluntario asegurado se ha canalizado en la Argentina a través de dos tipos de operadores: compañías de seguros de vida con capitalización (CSV) y compañías de seguros de retiro (CSR). Si bien la especialización de los operadores en el ramo vida no es obligatoria, de hecho la mayor parte de la generación de ahorro mediante pólizas de seguro de vida de largo plazo se ha generado por compañías monorrámicas. El ramo retiro representa un caso particular, en el que la suscripción de contratos que cubren el riesgo de supervivencia mediante rentas vitalicias se asignó exclusivamente a compañías especializadas que sólo pueden cubrir riesgos inmediatos en forma complementaria. Los principales atributos de los productos comercializados por cada uno de estos operadores se resumen en los cuadros del Anexo 5 junto con las correspondientes características observables en la captación de ahorro voluntario a través de las AFJPs.

3.17. Hasta los inicios de la década de los 90, los escasos planes de pensiones corporativos implementados en Argentina eran esencialmente de BD no fondeados externamente (las obligaciones se registraban como reservas contables). Con posterioridad a la reforma previsional, los planes de pensiones corporativos comenzaron a ser una práctica competitiva. Los planes que comenzaron implementándose son de CD, buscando optimizar el beneficio impositivo derivado de los aportes en AFJPs mediante diseños que utilizaban el ahorro previsional generado por la introducción del tope salarial para las contribuciones al sistema de seguridad social. Una vez diluido el atractivo que representó inicialmente el ahorro previsional, a mediados de los años 90, los planes de pensiones pasaron a atribuir máxima prioridad a la flexibilidad de diseño en desmedro del beneficio impositivo. Fue en ese contexto que las CSR pasaron a liderar el campo de los vehículos de financiación de los planes de pensiones por su flexibilidad para adaptarse al diseño de los planes de contribución definida y para darles soporte administrativo adecuado, la posibilidad de establecer contratos en moneda extranjera, de realizar la operación dentro de un marco legal claramente trazado y aprovechando ambigüedades en su tratamiento impositivo.

3.18. Con posterioridad a la crisis económica, se discontinuaron las contribuciones a los vehículos de financiación que se venían utilizando y en su lugar se han establecido esquemas transitorios de reservas internas con las contribuciones que se van devengando. El análisis de la continuidad de estos planes de ahorro por parte de las empresas se centra en la búsqueda de un vehículo de financiación que brinde las garantías necesarias para la inversión de las contribuciones. A partir de entonces, el fideicomiso de administración surge como una opción válida para el fondeo de los planes de pensiones ya que puede recibir tanto los aportes acumulados como los nuevos en un contexto de seguridad y protección de los activos que respaldan los compromisos futuros del plan.

3.19. Sin embargo, si bien ha existido cierto tipo de desarrollo de instrumentos de ahorro a través de planes corporativos, en el país faltan normas que fomenten la implementación de planes de tipo ocupacional, dado que los que existen surgieron por iniciativa privada sin contar con incentivos desde el sector estatal. La mayoría de los países de la OECD, Brasil, Sudáfrica y otros han desarrollado un importante mercado de planes de pensiones complementarios sobre la base de una legislación específica

que, a través de incentivos fiscales, promueve la extensión de este tipo de cobertura para todos los trabajadores en relación de dependencia. La existencia de un marco legal ayuda a terminar con las prácticas informales relativas al retiro de los empleados, y con la incertidumbre que ellas implican.

3.20. Los esquemas de seguro con ahorro tienen una escala menor y sufren de cierta desconfianza por parte del público, no obstante constituyen un instrumento de desarrollo del ahorro contractual a través de los mecanismos voluntarios que debe tenerse en cuenta. Ese desarrollo debe asentarse en la seguridad, rentabilidad y liquidez, además de los esfuerzos necesarios en materia de educación y difusión. Contrariamente a lo que sucede con el ahorro voluntario en las AFJPs, el atributo de liquidez ya está incorporado en muchos productos asegurados. En cambio, hay mucho por hacer para mejorar la rentabilidad y la seguridad de estos productos. Entre los principales aspectos relacionados con la rentabilidad y que limitan el desarrollo de estos instrumentos, se encuentran los límites agregados de inversión que dificultan la operatoria cuando el riesgo financiero es transferido al asegurado y la falta de incentivos impositivos claros, eficaces y consistentes.

3.21. En cuanto a los límites a la inversión, la posibilidad de invertir en el exterior se transforma en un atributo importante en un contexto de desconfianza hacia las instituciones del sistema financiero. La Superintendencia de Seguros autoriza girar hasta el 50% de los compromisos técnicos al exterior, pero el hecho de que el 50% restante deba permanecer en el país desalienta la inversión por parte de los inversores más adversos al riesgo. Respecto de la regulación impositiva de los distintos instrumentos, en Argentina los incentivos impositivos varían de un instrumento a otro aún cuando tengan características similares. Este hecho se diferencia de lo que ocurre por ejemplo en los EE.UU con los planes 401k, donde el incentivo impositivo depende del plazo de colocación más que de la naturaleza del instrumento elegido. Como condición necesaria debe tenerse en cuenta que los esquemas impositivos de incentivos requieren que la población se encuentre en la economía formal. Por su parte, estos esquemas deben ser comprensibles por los agentes económicos y debe estar orientados a un objetivo de política específico. En el Anexo 10 pueden observarse las principales asimetrías impositivas entre los distintos instrumentos.

3.22. Entre los aspectos controvertidos relacionados con la seguridad se encuentra la desconfianza generalizada en estos esquemas tras la crisis de 2001 y el default de la deuda pública. En efecto, las medidas económicas previas a la crisis derivaron en un fuerte posicionamiento de las compañías de seguros en instrumentos de deuda pública y otros activos con baja probabilidad de cumplimiento, afectando la cartera de las aseguradoras y la solvencia del producto ofrecido. Adicionalmente, se verifica falta de transparencia en la operatoria de ciertos contratos de seguro. Por último, la legislación vigente no contempla la dinámica actual del mercado asegurador en cuanto a nuevos productos e instrumentos financieros.

#### **4. Perfeccionamiento del esquema de ahorro contractual**

4.1 El desarrollo del ahorro contractual, como uno de los componentes del ahorro nacional, tiene beneficios que impactan directamente sobre otras variables económicas, tal cual fue desarrollado en las secciones anteriores. En ese sentido, en esta sección se identifican aquellos aspectos del ahorro contractual que ameritan una revisión y cuya modificación tendría efectos positivos sobre el desarrollo del mismo. Para ello, el análisis se dividirá en tres secciones: ahorro contractual previsional, tratamiento impositivo y educación financiera de la población. Los aspectos mencionados serán desarrollados en los puntos subsiguientes, mientras que los detalles técnicos de las propuestas de política serán incluidos en los anexos metodológicos.

##### **Ahorro contractual previsional**

4.2. A la luz de la evolución reciente del sistema de capitalización obligatorio (Pilar II) y teniendo en cuenta la necesidad de fortalecer el ahorro contractual en Argentina, incluyendo el Pilar II y el Pilar III, es

necesario analizar los aspectos perfectibles del ahorro contractual y considerar modificaciones que permitan mejorar los mencionados pilares. Los temas a ser considerados incluyen el nivel y estructura de las comisiones, la política y reglas de inversión, y por último el grado de independencia de la entidad reguladora.

Comisiones: nivel, estructura y transparencia

4.3. Las AFJP perciben una retribución por las funciones de administración ejercidas mediante el cobro de comisiones según lo establece la Ley 24.241, que son debitadas en las cuentas de capitalización individual de cada uno de los afiliados. Las comisiones son el único ingreso de la administradora de mano de sus afiliados y beneficiarios, y su percepción deberá destinarse al financiamiento de la totalidad de los servicios, obligaciones y beneficios de los cuales cada administradora deba hacerse responsable. Representan un porcentaje único del sueldo monetario bruto de cada trabajador y son establecidas por cada administradora<sup>10</sup>.

4.4. La evidencia latinoamericana muestra que en economías que han decidido adoptar regímenes previsionales con componentes de capitalización, la Argentina comparte el primer puesto junto con México como sistemas que presentan los costos más elevados. En efecto, la comisión total en Argentina representa el 57.3% del aporte capitalizable y el 36.4% del total aportado (7% del salario monetario), luego de la reducción de aportes del 11% al 7%<sup>11</sup> decidida por el Gobierno como instrumento de política anticíclica. Debe destacarse que esta decisión afectó únicamente los aportes de los trabajadores afiliados al régimen de capitalización dado que para los aportantes a reparto, la tasa de contribución se mantiene en el 11%. Esta reducción fue decidida en el año 2001 y no se aplicó a los aportes al sistema de reparto debido al impacto negativo sobre las cuentas fiscales. También se puede apreciar en la última columna de la Tabla 3, que la Argentina tiene comisiones netas relativamente altas respecto al aporte capitalizable, tanto con el aporte del 7% como del 11%.

Tabla 3 - Comisiones y aportes en los regímenes de capitalización. 30/12/03  
(en %)

País	Comision Total	Seguro de Vida e Invalidez	Comision Neta	Aporte Capitalizable	Comision Total sobre aportes		Comisión Neta s/Com. Total	Comisión Neta s/Aporte Cap.
					% sobre salario			
					Brutos e=a/(d+a)	Netos f=a/d		
a	b	c=a-b	d	g=c/a	h=c/d			
Argentina								
7% de aporte	2,55	1,24	1,31	4,45	36,4%	57,3%	51,4%	29,4%
11% de aporte	3,42	1,48	1,94	7,58	31,1%	45,2%	56,7%	25,6%
Bolivia	2,21	1,71	0,50	10,00	18,1%	22,1%	22,6%	5,0%
Chile	2,26	0,71	1,55	10,00	18,4%	22,6%	68,6%	15,5%
El Salvador	2,98	1,28	1,70	11,02	21,3%	27,0%	57,0%	15,4%
Mexico**	4,01	2,50	1,51	6,99	36,5%	57,4%	37,7%	21,6%
Peru	3,19	0,92	2,27	8,00	28,5%	39,9%	71,2%	28,4%
Uruguay***	2,82	0,90	1,92	12,18	18,8%	23,2%	68,1%	15,8%

<sup>1</sup> Para Argentina la información corresponde a mayo 2004. El 11% corresponde a noviembre 2001, nivel previo a la reducción decidida por Decreto 1387/2001.

\* Adicionalmente se cobra una comisión por administración del portafolio de inversiones, cuyo margen mayor es el 0.02285% de acuerdo a límites establecidos en la Ley de Pensiones.

\*\* Comisión equivalente sobre flujo. La aportación del 2.5% del salario correspondiente al seguro es directamente canalizada al IMSS y su administración es independiente del sistema de pensiones.

\*\*\* Adicionalmente se cobra una comisión por custodia, cuyo promedio en dic 2003 fue de 0.00198% del saldo de las cuentas individuales.

FUENTE: CEF en base a AIOS SAFJP.

<sup>10</sup> Existía por Ley la posibilidad de comisionar sobre la rentabilidad de las inversiones del fondo de jubilaciones y pensiones, que se calcula tomando como referencia el valor de la cuota correspondiente al 2 de julio de 2001 y se establecía de modo uniforme para todas las Administradoras en un 20% del excedente a una rentabilidad anualizada del 5%. Dicha comisión no podía exceder en ningún caso el 1.50% del fondo de jubilaciones y pensiones. Sin embargo, esta comisión ha sido suspendida en el año 2002 por el Decreto 216/02, con lo cual la única fuente generadora de ingresos sigue siendo la comisión fijada sobre los aportes realizados.

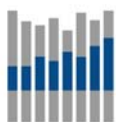
<sup>11</sup> La primera reducción fue del 11% al 5% del salario bruto para luego aumentar al 7% que rige en la actualidad.

4.5. Uno de los factores que hacen percibir a los afiliados al régimen que el nivel de comisión es elevado es la base de contribución al SIJP, calculada sobre los salarios monetarios y quedando exentos los pagos en otras especies (tales como vales alimentarios, entre otros), los que pueden cubrir hasta el 20% del salario remunerativo. Esto implica que el sistema no tiene pleno control de la base de contribución, quedando un margen importante a disposición de los empleadores e intermediarios proveedores de estos medios de pagos. Además, el concepto de jubilación trata de reemplazar una proporción del salario durante la vida activa para suavizar el consumo durante el horizonte de vida de los miembros del plan. Sin embargo, la base de contribución ya es menor al ingreso durante la vida activa del trabajador lo cual disminuye la probabilidad del reemplazo apuntado.

4.6. Los ingresos percibidos en concepto de comisiones deben ser los suficientes para financiar gastos operativos y de gestión de cada administradora, la tasa del 0.7% cobrada por la AFIP por su tarea de organismo recaudador de los aportes al régimen de capitalización, los gastos que representa la existencia de las comisiones médicas, el financiamiento del organismo de supervisión y regulación del sector (SAFJP), que representa aproximadamente el 0.4% de los aportes realizados por los trabajadores, y los gastos derivados de la interacción con la ANSES. Adicionalmente, se debe cubrir el costo del seguro de vida e invalidez, cuya naturaleza es independiente de la esencia del negocio de la administración de fondos. Entre los factores que encarecen las comisiones y que podrían ser perfeccionados se encuentran los vinculados a los generosos beneficios del seguro de vida e invalidez, el bajo nivel de competencia y el grado de concentración en la industria, la elevada tasa de traspasos entre administradoras y la baja relación de aportantes/afiliados.

4.7. Como puede observarse en la Tabla 3, la prima del seguro de vida e invalidez es relativamente alta comparada con planes similares voluntarios vigentes en Argentina, dado que (i) por fallecimiento la cobertura promedio equivale a 130 salarios para el caso de un aportante regular y a 95 salarios en el caso de aportante irregular mientras que seguros colectivos voluntarios contratados por los empleadores el capital asegurado varía entre 24 y 36 salarios mensuales; (ii) por invalidez la cobertura promedio alcanza a 185 salarios para aportantes regulares y a 130 salarios para aportantes irregulares, (iii) la viuda/viudo cobra de por vida, independientemente de la edad, del hecho de que trabaje o no, o de si vuelve a casarse, entre otros. Adicionalmente, un aspecto que podría estar encareciendo el costo es la falta de competencia y transparencia que surge al contratar este seguro obligatorio a una empresa aseguradora perteneciente al grupo propietario de la misma administradora de fondos.

4.8. Otro de los factores que influye en el nivel de las comisiones es el grado de competencia que se observa en la industria. Dada la relativa concentración que se registra, son bajas las posibilidades que las administradoras mantengan una estrategia competitiva a través de la reducción de las comisiones. En Grushka y De Biase (1996), se muestra que para el caso de Argentina el nivel de comisión efectiva promedio no tiene impacto significativo en los movimientos de los afiliados entre administradoras. Respecto del grado de concentración de la industria, en la Tabla 4 se puede apreciar que cuatro empresas son las que concentran aproximadamente el 72% de los activos y el 67% de los aportantes. Asimismo, el índice de Herfindahl, replicado en la Tabla 5, estaría mostrando una moderada concentración en la industria. En efecto, respecto de una distribución igualitaria del mercado entre las distintas administradoras, que implicaría una participación aproximada del 8% de cada una de ellas, la situación en la actualidad muestra que el índice se ubica en el 15%, una diferencia que casi duplica una distribución equitativa del mercado. Desde el inicio del sistema de capitalización y hasta mediados de 2002, se observan signos de concentración creciente en la industria, para luego comenzar a reducirse aunque de manera muy suave.

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

**Tabla 4 - Grado de concentración de la industria – Afiliados, aportantes y fondos**  
(en número y en %)

	Afiliados		Aportantes		Valor de los Fondos	
	Número	Part. %	Número	Part. %	En \$ millones	Part. %
ARAUCA BIT	702.514	7,3	291.420	8,5	3.702	7,8
CONSOLIDAR	1.522.037	15,8	578.157	16,9	9.358	19,8
FUTURA	161.050	1,7	44.667	1,3	599	1,3
MÁXIMA	1.328.365	13,7	461.453	13,5	6.661	14,1
MET	222.871	2,3	102.551	3,0	1.709	3,6
NACIÓN	842.278	8,7	316.865	9,3	4.464	9,5
ORÍGENES	2.322.901	24,0	778.971	22,7	10.187	21,6
PREVISOL	322.807	3,3	98.293	2,9	1.109	2,3
PROFESIÓN+AUGE	239.152	2,5	81.052	2,4	350	0,7
PRORENTA	439.454	4,5	127.781	3,7	1.015	2,1
SIEMBRA	1.348.387	14,0	476.405	13,9	7.650	16,2
UNIDOS	209.630	2,2	67.087	2,0	428	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>9.661.446</b>	<b>100,0</b>	<b>3.424.702</b>	<b>100,0</b>	<b>47.234</b>	<b>100,0</b>

Nota: Información a Mayo 2004.

FUENTE: CEF en base a SAFJP.

**Tabla 5 - Grado de concentración de la industria – Índice de Herfindahl y de dominancia<sup>12</sup>**  
(en %)

	Índice de Herfindahl (en %)	Índice de Dominancia (en %)
dic-94	8,93	18,27
dic-95	9,68	18,22
dic-96	10,44	18,63
dic-97	12,08	18,59
dic-98	13,32	19,80
dic-99	13,14	19,45
dic-00	12,90	19,40
dic-01	16,44	23,67
dic-02	15,59	23,15
dic-03	15,26	22,63
may-04	14,96	21,93

FUENTE: CEF en base a SAFJP.

4.9. El nivel de traspasos de afiliados entre administradoras es otro factor que encarece la comisión cobrada por las mismas. Los traspasos, que ascendieron a 364.000 en 2003 -cifra que representa el 11,5% de los aportantes al sistema, mientras que en Chile representaron el 7.6% de los aportantes-, son alimentados por la propia estructura del negocio, que no admite la diferenciación por producto entre operadores. La falta de diferenciación es inducida por la necesidad de satisfacer la rentabilidad mínima y por la restricción de que cada administrador puede ofrecer sólo un fondo. A este hecho se agrega la existencia de una demanda por el servicio de administradoras que ha evidenciado inelasticidad respecto al precio y a la rentabilidad de los fondos o a la calidad del servicio.

4.10. El sistema de incentivos estimula a que las administradoras compitan por el número de afiliados, mediante el uso agresivo de fuerza de ventas. Esto promueve la ineficiencia al mantener elevados costos comerciales. En este sentido, en Grushka y De Biase (1996), se muestra que el nivel de traspasos de los afiliados se explica principalmente por el número de promotores y los gastos comerciales totales<sup>13</sup>. Como

<sup>12</sup> El índice de Herfindahl se define como  $SUMA (Si^2)$ , donde  $Si$  se define como la participación porcentual del Fondo de cada Administradora sobre el Total de Fondos Administrados. El valor máximo lo alcanza en un caso de monopolio, el cual es igual a 100. Si existieran  $n$  Fondos de igual tamaño su valor sería  $100/n$ . En este caso corresponde a 8,33 (considerando las 12 AFJP). El índice de Dominancia se define como  $SUMA (Si^2/H)^2$  donde  $H$  es el índice de Herfindahl y  $Si$  se define de la misma manera que antes. Este índice es una medida de la concentración, que se diferencia del índice de Herfindahl en que no aumenta con fusiones de empresas pequeñas respecto del tamaño de las demás, pero sí con fusiones de empresas relativamente grandes.

<sup>13</sup> El coeficiente  $r$  de correlación para el número de promotores y para los gastos comerciales fue incrementando su significatividad, pasando respectivamente de 0,60 y 0,69 en el segundo semestre de 1994, a 0,87 y 0,91 en el primer semestre

se lo mencionó en los párrafos anteriores, la comisión efectiva promedio y la rentabilidad no tienen un impacto significativo en los traspasos.

4.11. En una industria sujeta a economías de escala, la baja relación existente entre aportantes y afiliados al sistema incrementa el costo medio de las operadoras. Mientras que los gastos de administración de las AFJP son función principal de la cantidad de afiliados, los ingresos (comisiones) son función directa de la cantidad de aportantes. En la actualidad, la relación aportantes/afiliados se encuentra alrededor del 35%, motivada por la debilidad de la economía en general y por las altas cargas sociales sobre el trabajo formal, que estimulan la evasión y premian al trabajo informal. Por otro lado, el beneficio jubilatorio normal sólo se percibe con 30 años de aporte, lo que desestimula la participación en el sistema. En términos de los costos, mientras que la cantidad de afiliados ha crecido 141% desde 1994 y los gastos de administración por afiliado disminuyeron un 47 % pasando de \$ 66 anuales en 1994 a \$ 34 anuales en 2003, en el mismo período la cantidad de aportantes creció únicamente un 53%. El gasto de administración por aportante se mantuvo constante entre los años 1995 y 2003, en \$ 103 anuales.

4.12. La falta de eficiencia para la generación de economías de escala puede solucionarse mediante el diseño de mecanismos que incentiven la competencia y potencien la tercerización de forma de evitar la multiplicidad de gastos. Entre los esquemas que hacen uso pleno de las economías de escala logrando reducir el costo medio del servicio de administración se encuentran el sistema sueco y el implementado en Estados Unidos para los empleados del gobierno federal. Como indicado anteriormente, en el sistema previsional sueco el encargado de la administración y responsable de los fondos acumulados es un Cuerpo de Directores elegido por el gobierno sueco. Sin embargo, el propio afiliado al régimen decide cómo invertir sus aportes acumulados, escogiendo entre 644 fondos de inversión de distintas características y manejados por 87 operadores. Los fondos habilitados para invertir son debidamente informados a través de catálogos que son enviados a cada uno de los aportantes y a su vez, se le explican detalladamente a cada individuo las características de cada fondo. De esta manera, se alcanzan economías de escala en la administración de los aportes acumulados al no multiplicarse gastos administrativos (un único administrador, el Estado), se genera competencia entre los fondos que manejan las inversiones y se le da al afiliado la posibilidad de invertir según su preferencia frente al riesgo. Respecto del régimen previsional en Estados Unidos, los empleados del gobierno federal pueden decidir voluntariamente aportar para su jubilación al Thrift Savings Plan (TSP), sistema de fondeo de CD que cuenta con los mismos beneficios impositivos que muchos sistemas corporativos que son ofrecidos a empleados del sector privado bajo el esquema de los planes 401k. Al igual que en el caso sueco, los fondos acumulados son administrados por un cuerpo de directores, quienes conforman el Federal Retirement Thrift Investment Board, agencia independiente del gobierno, que por Ley debe administrar los fondos de manera prudente y en interés de los afiliados y sus beneficiarios. Los afiliados tienen un menú limitado de fondos de inversión para elegir, y la administración de estos fondos es tercerizada por licitación pública. A su vez, se contrata únicamente al Centro Financiero Nacional del Departamento de Agricultura (NFC) para que sea el único proveedor del servicio de registro. Cada agencia de empleo es responsable de determinar regularmente el nivel de cobertura de los afiliados y debe informar al NFC los fondos aportados al régimen en cada período. De esta manera se generaron economías de escala reduciéndose las erogaciones por la administración y el manejo de los fondos.

### Políticas y reglas de inversión

#### *Límites cuantitativos y tenencia de títulos públicos*

---

de 1996. Los gastos diferidos, en cambio, presentan una tendencia oscilante con valores de  $r$  que van de 0,85 a 0,92. Por su parte, las correlaciones de las variables que afectan las cuentas de capitalización son menores. El coeficiente  $r$  para la comisión efectiva promedio nunca supera el valor de 0,3, mientras que la rentabilidad, en cambio, si bien muestra una discreta asociación en 1995, alcanza un nivel bastante significativo en el último semestre de 1996.

4.13. El marco regulatorio vigente en Argentina establece límites de inversión –restricciones cuantitativas–, con el objetivo de asegurar el valor de los fondos de los aportantes ante decisiones de los administradores que involucren inversiones en activos altamente riesgosos, afectan el rendimiento de la cartera. Adicionalmente, en muchos países existe un único fondo en el cual los aportantes deben decidir sus inversiones, condicionando nuevamente los rendimientos según el grado de aversión al riesgo que posean los afiliados. En otros países se ha decidido pasar de un esquema de fondo único a uno de fondos múltiples, como Chile, que en los últimos años ha pasado a tener 5 fondos, ordenados según el riesgo –de menor a mayor riesgo.

4.14. En los países como Argentina, que han adoptado regulaciones cuantitativas a las inversiones –que pueden ir de límites máximos o mínimos en determinados tipos de activos financieros y/o emisores– se generaron ineficiencias en el manejo de la cartera dado que impiden una diversificación total del portafolio que permita conseguir la mejor relación riesgo-retorno. De esta manera, los trabajadores obtienen, dado un nivel de riesgo, un menor retorno ó enfrentan un mayor riesgo para un nivel de retorno dado. Esto implica que, al momento del retiro, los fondos acumulados serán menores que los posibles, afectándose la tasa de reemplazo<sup>14</sup>. Adicionalmente existen costos adicionales para las Empresas –encarecimiento del capital– y para el Gobierno –mayor costo social asociado a esquemas de rendimiento mínimo.

4.15. El condicionamiento de los retornos y la implementación de esquemas multipilares fundamentaron la adopción de mecanismos alternativos de regulación de cartera con características distintas a las de regímenes con restricciones cuantitativas. Dos de los mecanismos alternativos están dados por (a) el permiso de la libre composición de la cartera, pero con restricciones sobre los activos que la componen –criterio de “persona prudente”–, y (b) esquemas más que flexibles liberan totalmente las posibilidades de composición de cartera –criterio de “inversor prudente”. En estos casos, las limitaciones impuestas por la regulación recaen sobre el nivel de riesgo permitido, pero al no interferir en la composición de la cartera, permiten obtener el mejor retorno dado ese nivel de riesgo. Sin embargo, debe mencionarse que en esquemas de tipo CD, los trabajadores son los que asumen el riesgo y el criterio de dejar libremente a los asset managers conformar la cartera puede ser menos efectivo desde el punto de vista de las decisiones que debería tomar el aportante para un óptimo control del administrador. En este caso los trabajadores pueden no tener la información ni el conocimiento adecuados para monitorear las inversiones de las administradoras de fondos.

4.16. En el ámbito internacional se observa un movimiento desde regulaciones con límites cuantitativos sobre instrumentos, emisores, etc. hacia esquemas de “persona o inversor prudente”, destacándose el caso mexicano que a los fines de limitar el riesgo asumido por los administradores de los fondos utiliza el método de Valoración del Riesgo (VaR) que permite flexibilizar los límites cuantitativos descriptos. El método de VaR cuantifica en términos esperados, con un nivel de significatividad predeterminado, el monto o porcentaje de pérdida que un portafolio enfrentará en un período predefinido de tiempo<sup>15</sup>. Otra tendencia a nivel regional está dada por el hecho de la flexibilización de los límites de inversión en activos extranjeros, como respuesta a la falta de instrumentos en los mercados locales que no permiten una adecuada diversificación del riesgo y que aumentan artificialmente el valor de los activos locales. En este

---

<sup>14</sup> Relación entre el último salario percibido/promedio de salarios y los ingresos percibidos en la etapa pasiva. Adicionalmente existen costos adicionales para las Empresas –encarecimiento del capital– y para el Gobierno –mayor costo social asociado a esquemas de rendimiento mínimo.

<sup>15</sup> Su medición tiene fundamentos estadísticos y el estándar de la industria es calcular el VaR con un nivel de significatividad del 5%, implicando que solamente el 5% de las veces, o 1 de 20 veces (es decir, una vez al mes con datos diarios, o una vez cada cinco meses con datos semanales) se observarán desvíos respecto del retorno esperado. En términos estadísticos, una vez generada la distribución se debe calcular aquel punto del dominio de la función de densidad que deja un 5% del área en su rango inferior (alfa). La distancia de este punto en el dominio de la distribución en relación al valor esperado de la distribución se denomina VaR. En términos prácticos, si el retorno esperado para un portafolio es de 4% y la desviación estándar es de 2%, entonces el VaR (con un nivel de significatividad del 5%) indicará que este portafolio podría sufrir una pérdida superior a  $1,645 \times 2 = 3,29\%$  en sus retornos esperados, pasando de 4% a 0,71% o menos, solamente el 5% de las veces –siendo 1.645 el alfa correspondiente en una distribución normal estandarizada el correspondiente al 5% de significatividad.



sentido, AIOS recomienda a los organismos supervisores de los fondos de pensiones tomar medidas que van en el sentido descripto.

4.17. Un punto importante a tener en cuenta al momento del diseño de las reglas de inversión es el referido a los títulos públicos en poder de las AFJPS. Los problemas de financiamiento del sector público nacional de los últimos años, llevaron al organismo regulador de las administradoras a tomar decisiones directas sobre los aportes percibidos y los fondos acumulados administrados por las AFJPs como fuente alternativa de financiamiento. Desde el punto de vista de los fondos acumulados, modificaciones en la regulación permitieron el aumento de los límites máximos de inversión en títulos públicos –bajo ciertas condiciones- y el canje compulsivo de plazos fijos al vencimiento por deuda del Sector Público de corto plazo<sup>16</sup>. De esta manera, se incrementó la exposición de las AFJPs a un Sector Público que continuamente veía deteriorarse su capacidad de pago y su solvencia, en perjuicio de los ahorros de los trabajadores destinados a garantizar un cierto nivel de consumo futuro. La declaración de default de la deuda pública en diciembre de 2001 y su resolución aún pendiente, abren interrogantes respecto del verdadero valor de la cartera de las AFJPs y, en definitiva, del valor de los fondos acumulados por los aportantes a lo largo de los 10 años de reforma del régimen.

**Tabla 6 - Cartera de las Administradoras de Jubilaciones y Pensiones**  
(en miles de millones de u\$s y en %)

Activo	Marzo 2004			
	Fondos Administrados		% Total de Inversiones	
	V.I	V.M	V.I	V.M
<b>Total de Fondos de Jubilaciones y pensiones</b>	<b>16,4</b>	<b>12,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Disponibilidades	0,3	0,3	1,6	2,2
<b>Total de Inversiones</b>	<b>16,2</b>	<b>11,9</b>	<b>98,4</b>	<b>97,8</b>
<b>Títulos Públicos emitidos por la Nacion</b>	<b>10,6</b>	<b>6,3</b>	<b>65,6</b>	<b>53,2</b>
Títulos Públicos a Vencimiento	0,1	0,0	0,9	0,4
Títulos Públicos no garantizados negociables	9,7	5,7	60,0	47,6
<i>Canje PG por TP originales (Decreto 530)</i>	8,2	4,2	50,9	35,2
<i>Otros</i>	1,5	1,5	9,1	12,4
Préstamos al Gobierno Nacional garantizados	0,8	0,6	4,8	5,2
<b>Títulos Valores Extranjeros</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>9,7</b>	<b>13,2</b>
<b>Acciones de Sociedades Anónimas</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>12,5</b>	<b>17,0</b>
<b>Plazo Fijo</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>
<b>Resto</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>9,8</b>	<b>13,4</b>
<b>Total de Fondos en % PBI</b>	<b>12,8</b>	<b>9,4</b>	-	-

VI= Valor Informado; VM=Valor de Mercado.

FUENTE: CEF en base a SAFJP y cálculos propios.

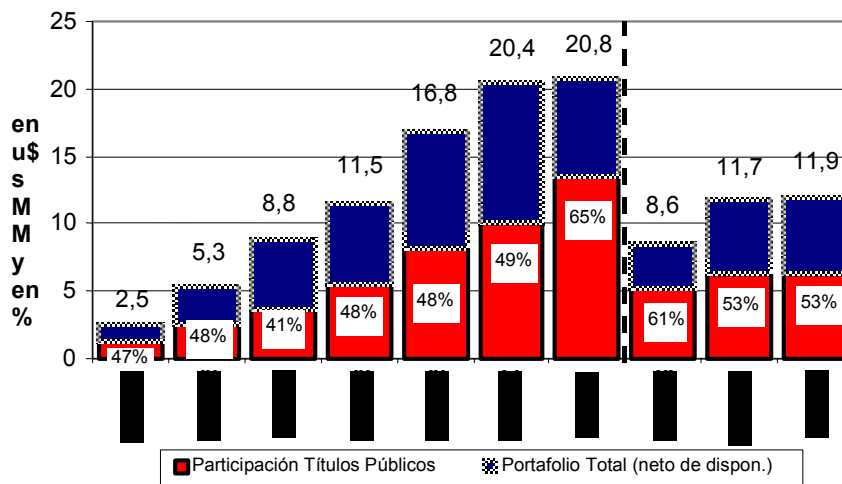
4.18. En la Tabla 6 puede observarse que a marzo de 2004 el total de fondos administrados por el sistema de capitalización asciende a u\$s 16,4 MM. De ese total, el 88.7% (u\$s 14,6 MM) corresponde a inversiones en activos financieros domésticos, mientras que sólo el 9.7% corresponde a títulos del exterior (u\$s 1.6 MM). Por cuestiones estrictamente regulatorias, prácticamente la totalidad de los fondos está expuesto al riesgo-Argentina, lo cual restringe la posibilidad de administrar y diversificar riesgo de manera eficiente. La cesación de pagos de la deuda soberana ha dejado al descubierto esta realidad, dado que por sobre el total de inversiones, el 65.6% corresponde a tenencia de títulos públicos y de ese total, más del 90% es deuda que no registra servicios ni de capital ni de intereses. Sin embargo, estos valores suponen una valuación, reglamentada por la Superintendencia diferente a la valuación de mercado, dado que ajustando la tenencia de títulos públicos a mercado, el stock de deuda en cesación de pagos se reduce a casi la mitad (de u\$s 8.2 MM pasa a u\$s 4.2 MM) y el total de fondos administrados lo

<sup>16</sup> Decretos 1572/2001 y 1582/2001.

hace del 12.8% al 9.4% del PBI. En el Anexo 7 pueden consultarse en detalle los criterios de valuación actualmente vigentes para el caso de títulos públicos.

4.19. Desde el inicio del sistema la participación de Títulos Públicos en el portafolio consolidado se ubicó cerca del porcentaje permitido según la regulación vigente (50%). En el año 2001 ese máximo fue modificado a raíz de las necesidades financieras del Gobierno, incrementándose compulsivamente en más de 15 puntos porcentuales. En el 2004, valuando los Títulos Públicos a valor de mercado, la participación de los mismos supera el máximo decidido al inicio del sistema.

**Gráfico 5 - Evolución fondos de AFJP valuados a mercado**  
(en miles de millones de u\$s y en %)



FUENTE: CEF en base a SAFJP

4.20. El efecto del default y su posible resolución (en base a la oferta oficial), sobre los fondos acumulados en la cuenta de capitalización individual puede analizarse considerando tres escenarios correspondientes a aportantes con edades de 25, 35 y 45<sup>17</sup> años al momento de la reforma (1994) y con el salario promedio de la economía. Para cada período de aporte, la rentabilidad real registrada y teniendo en cuenta las modificaciones regulatorias ocurridas hasta el año 2004 en el régimen de capitalización se comparan distintos niveles de capitalización real al momento de la jubilación de los tres individuos, bajo escenarios alternativos definidos como (a) el retorno real observado y esperado sin tener en cuenta la quita por efecto de la resolución del default, (b) el efecto de la caída en el capital real acumulado como consecuencia de la resolución del default y (c) el retorno del 5% real anual prometido al inicio del sistema por las administradoras como escenario probable sin considera el default. En la Tabla 7 puede observarse que para el caso del aportante de 45 años el valor de los fondos acumulados al momento del retiro teniendo en cuenta el default de la deuda pública y su resolución en los términos establecidos en la propuesta oficial representa 27 salarios reales mensuales - el último sobre el cual se aportó-, mientras que sin el default y bajo los supuestos descriptos en el Anexo 8 hubiese contado con 34 salarios al momento del retiro. Para el caso del aportante de 25 años, el valor de los fondos acumulados representarían 58 y 66 salarios reales mensuales, respectivamente. Por lo tanto se concluye que el efecto del default es significativo considerando el alto retorno real observado en el sistema durante los primeros diez años, pero se vuelve menos significativo si se lo compara con la expectativa inicial del sistema, siempre que se consideren salarios mensuales constantes en moneda local. El impacto del default sobre

<sup>17</sup> Esta edad al momento de la reforma, con los supuestos de rentabilidad del sistema de capitalización y tasa de sustitución del sistema de reparto, dejaba indiferente al afiliado entre uno y otro sistema.

el stock acumulado es superior para aquellos aportantes que han permanecido menos tiempo en el sistema.

Tabla 7 – Fondos acumulados bajo distintos escenarios  
(en número de salarios y en %)

Escenarios	Edad al inicio del Sistema		
	25	35	45
<b>Fondos Acumulados / Salario</b>			
Sin considerar el Default (1)	66	49	34
Nivel de rentabilidad esperado (2)	60	44	29
Considerando el default (3)	58	41	27
<b>Ratio (2)/(1)</b>	<b>90,9%</b>	<b>88,9%</b>	<b>85,5%</b>
<b>Ratio (3)/(1)</b>	<b>87,5%</b>	<b>84,7%</b>	<b>80,1%</b>

FUENTE: CEF en base a cálculos propios.

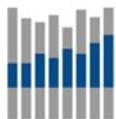
#### *Estructura de rentabilidad mínima de las inversiones*

4.21. La regulación impone a las administradoras de fondos la obtención de un rendimiento relativo mínimo como resultado de sus manejos de cartera. Esto significa que cada administradora debe, para un período determinado, alcanzar una tasa de rentabilidad tal que supere el rendimiento medio de las administradoras menos cierto porcentaje. Si no se alcanzara ese retorno, la administradora que incumpla debe pagarle al aportante el diferencial entre rendimientos. El objetivo de este tipo de regulación es equilibrar los rendimientos alcanzados por las distintas administradoras, evitar manejos poco profesionales de los fondos y minimizar los diferenciales de ingreso futuro de los administrados ante igualdad de condiciones de aporte –plazo y monto- pero que vieron administrados sus fondos por distintas administradoras –en particular cuando existe un esquema de fondo único y no de multifondos.

4.22. Dado este requisito, la mejor respuesta de las administradoras es mantener una cartera similar a la cartera promedio de las AFJPs, evitando las pérdidas que surgirían si el rendimiento se desviara significativamente del establecido. Este efecto se conoce habitualmente como “Efecto Manada”. En la Tabla 8 se muestra este patrón de comportamiento desde el inicio del sistema en Argentina y hasta la actualidad, dado que se ha observado una correlación casi perfecta entre los retornos de las distintas administradoras<sup>18</sup>. Este tipo de reglamentación atenta contra un manejo apropiado del riesgo –en términos del mejor ratio riesgo/retorno-, evita la diferenciación de productos y restringe la competencia entre administradoras.

4.23. Entre los elementos que condicionan la modificación del esquema de rentabilidad mínima puede destacarse la actual estructura comisional. Dada la estructura de comisiones de las administradoras y su cobro en base a un porcentaje de los aportes mensuales y no en términos del stock de fondos acumulados, no existen incentivos para impulsar cambios en el esquema de rentabilidades mínimas. Como se lo comentó previamente, la posibilidad de aumentar los ingresos por operación viene dada por la implementación de fuertes políticas comerciales que permiten captar una mayor cantidad de afiliados –promoviendo los traspasos- en lugar de provenir de la captación competitiva de aportantes dada una mejor performance en la administración de los fondos.

<sup>18</sup> La correlación de retornos de las administradoras vs. la del sistema, para el período 07/94-02/04 fue del 0.988 (promedio, con máximos y mínimos de 0.997 y 0.962, respectivamente).

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

**Tabla 8 - Rentabilidad anual, histórica promedio y desvíos**  
(en % y en puntos porcentuales)

AFJP	Rentabilidad anual mar'04/mar'03	Rentabilidad histórica anualizada*	Desvío rentabilidad histórica**
MET	10,57	24,41	9,34
NACIÓN	20,36	15,98	0,91
CONSOLIDAR	13,76	15,91	0,84
PREVISOL	15,02	15,55	0,48
MÁXIMA	14,14	15,33	0,26
PRORENTA	13,62	15,26	0,19
SIEMBRA	15,43	15,15	0,08
<b>PROMEDIO</b>	<b>13,79</b>	<b>15,07</b>	<b>0,00</b>
ORÍGENES	12,39	14,98	-0,09
ARAUCA BIT	14,21	14,92	-0,15
PROFESIÓN+AUGE	13,30	14,44	-0,63
UNIDOS	16,08	14,04	-1,03
FUTURA	13,10	13,61	-1,46

Nota: Met inició operaciones el 21/03/01.

\*La rentabilidad histórica anualizada se mide desde el inicio de operaciones de cada fondo  
En consecuencia, la base para Met AFJP es marzo de 2001, mientras que para las restantes  
es agosto de 1994.

\*\* En puntos porcentuales, respecto de la media.

FUENTE: CEF en base a SAFJP.

#### *Esquema de multifondos*

4.24. En Argentina y en muchos otros países de América Latina, donde se han realizado reformas a los sistemas de pensión por esquemas de fondeo total ó multipilares –reparto con garantía de pensión mínima y capitalización-, se mantienen dentro del sistema de capitalización estructuras únicas de inversión, es decir, se permite a las administradoras ofrecer a los afiliados un único tipo de fondo. Las distintas administradoras deben respetar límites cuantitativos sobre las carteras de inversión impuestos por la autoridad reguladora, quien intenta evitar sobreinversiones en activos de riesgo para preservar el ahorro de los aportantes al sistema. En los casos en los que adicionalmente se exige una rentabilidad mínima relativa, el concepto de único fondo toma aún más relevancia.

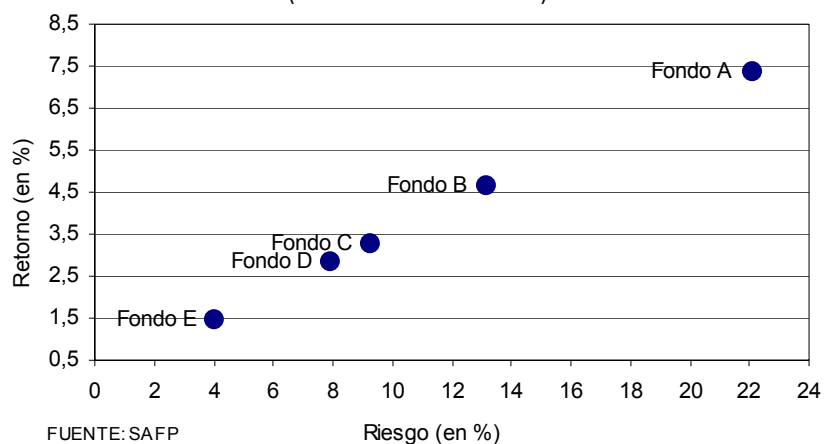
4.25. Sin embargo, al intentar alcanzar este objetivo, la autoridad reguladora perjudica a determinados grupos de afiliados quienes, por sus propias características frente al riesgo, voluntariamente elegirían invertir en activos de mayor riesgo, pero obteniendo como contrapartida un rendimiento superior. Por ejemplo, los aportantes más jóvenes del sistema poseen una vida activa superior que los aportantes más antiguos y esto les permitiría suavizar eventuales pérdidas incurridas por decisiones de cartera equivocadas y/o más riesgosas. El conflicto de intereses que se desata entre el regulador y aquellos aportantes al sistema cuyas preferencias de cartera difieren de la establecida por la autoridad reguladora genera pérdidas potenciales de ingreso futuro y reduce el bienestar intertemporal de esos afiliados.

4.26. En sistemas que han alcanzado volumen –y escala- y un grado de madurez significativo<sup>19</sup> la adopción de esquemas de multifondos permite disminuir estas pérdidas de bienestar al dar a cada afiliado la posibilidad de decidir invertir en la cartera que más se asemeje a sus preferencias. La experiencia chilena en este sentido es bastante ilustrativa. A mediados del año 2002 se produjo en Chile el cambio más significativo que haya tenido el sistema de administración de fondos de pensión en sus 21 años de

<sup>19</sup> Chile es uno de los países que ha alcanzado la madurez y la escala necesaria para la adopción de dicho sistema.

vida, al implementarse el esquema de multifondos, que en la actualidad admite 5 fondos diferentes y son elegidos por los afiliados en base a sus preferencias frente al riesgo. La diferencia entre estos 5 fondos está dada por las restricciones cuantitativas máximas en las que se permite invertir en activos financieros de renta variable (activos más riesgosos) y consecuentemente en sus rendimientos (ver Gráfico 6). En el Anexo 9 podrán consultarse los detalles de la estructura de multifondos actualmente vigente.

Gráfico 6 - Chile: rentabilidad real y riesgo 2002-2003  
(en % anual acumulado)



4.27. En términos de los beneficios a ser percibidos en la pasividad, este tipo de sistemas da mayor flexibilidad y participación activa a los afiliados en el mejoramiento de los ingresos futuros y, por ende, una mayor tasa de reemplazo. Como contrapartida, la adopción de esquemas de multifondo genera costos para las administradoras dado que la administración de cartera debe ser más activa, con manejo de información y la adopción de tecnologías adecuadas para alcanzar rendimientos máximos.

4.28. En cuanto a los costos de los aportantes, la posibilidad de elegir racionalmente entre fondos con diferenciales de riesgo implica conocer su posición frente al riesgo y la manera de optimizar el rendimiento en base a la elección de diferentes instrumentos/carteras. Un adecuado nivel de educación financiera es uno de los requisitos necesarios para poder elegir óptimamente entre cada uno de los fondos.

#### Independencia y fortalecimiento del regulador

4.29. Los modelos de pensiones, con esquemas de capitalización individual, incorporan la administración privada del ahorro previsional exigiéndose la necesidad de redefinir el rol del Estado para preservar los derechos de los afiliados y beneficiarios del sistema. La delegación de la administración debe estar permanentemente asociada al ejercicio pleno de las funciones de regulación y supervisión de los mercados de pensiones. Estas funciones necesariamente deben materializarse en una entidad competente que vele por la maximización de los recursos previsionales en todos los regímenes, independientemente de su forma de financiamiento o cobertura. Dado lo anterior, el Estado debe proveer la supervisión como un servicio público en aras de que sus ciudadanos tengan un mejor futuro y se preserve la confianza en el sistema<sup>20</sup>.

4.30. Las mejores prácticas regulatorias y de supervisión definen como indispensables cinco principios básicos que deben tenerse en cuenta en esta materia:

<sup>20</sup> En base a los "Principios de Regulación y Supervisión en Pensiones", Aprobado por la XI Asamblea Anual de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensión celebrada en la ciudad de Santiago de Chile el día 10 de noviembre del 2003.

- La regulación y supervisión de los sistemas de pensiones, independientemente de la forma de financiamiento y cobertura, es necesaria en razón de: la obligatoriedad del ahorro previsional, las garantías estatales comprometidas y la preservación de la confianza pública.
- Las entidades reguladoras y supervisoras deben establecer una normativa que permita una gestión transparente, eficaz y eficiente a fin de salvaguardar los derechos de los afiliados y beneficiarios.
- El supervisor debe tener los recursos apropiados para satisfacer elevados estándares técnicos y realizar sus funciones en forma independiente.
- El supervisor debe promover el fortalecimiento, perfeccionamiento y desarrollo de la cultura previsional y del sistema de pensiones. Adicionalmente, debe velar por un acceso no discriminatorio a dicho sistema.
- El supervisor, en el ejercicio de sus propias funciones, deberá coordinar las acciones de control y regulación con los demás organismos relacionados. Adicionalmente, debe mantener comunicación con organismos similares en el extranjero.

4.31. En el caso de Argentina, los fondos acumulados por los aportantes al sistema de capitalización no quedaron aislados de los riesgos derivados de la intervención estatal arbitraria. Durante el año 2001, en el marco de la crisis de financiamiento del sector público, el Estado incrementó de forma compulsiva la participación de los títulos públicos en la cartera de las AFJPs. Por otro lado, el marco institucional no prevé para la SAFJP la independencia necesaria del Poder Ejecutivo ya que el Superintendente es designado directamente por el Poder Ejecutivo sin acuerdo del Poder Legislativo. En este sentido, la reciente creación del Gabinete de Coordinación de Regulación y Supervisión Financiera<sup>21</sup> -que incluye a la SAFJP- y depende del Ministerio de Economía refuerza lo anteriormente mencionado. Adicionalmente, y en relación a los Principios enunciados por AIOS, no se observa que el organismo regulador se involucre activamente en el mejoramiento del grado de educación financiera de los consumidores. El diseño de mecanismos que permitan mayor independencia del regulador, mayor coordinación y fortalecimiento de la supervisión, así como un mayor énfasis en la educación financiera constituyen cuestiones pendientes.

#### **Tratamiento impositivo del ahorro voluntario**

4.32. Los recurrentes desequilibrios de las finanzas públicas registrados en la Argentina y las sucesivas crisis macroeconómicas, generaron esquemas impositivos altamente distorsivos y poco equitativos. La estructura tributaria resultante carece de una planificación estratégica con visión de largo plazo y, por tanto, responde a estímulos de naturaleza cortoplacista, coyuntural, con las ineficiencias que ello implica.

4.33. Para los sectores de Ahorro Contractual voluntario (aportes voluntarios a AFJPs, seguros de vida y retiro), la normativa vigente refleja falta de coordinación tributaria a nivel de instrumentos que compiten entre sí, lo cual atenta contra su desarrollo. La ley vigente del sector de Seguros Generales fue establecida hacia fines de la década del '60, la de las compañías de Seguro de Retiro es la vigente al momento del nacimiento del sector a fines de los '80 y la de las Administradoras de Fondos de Pensión a mediados de la década del '90. La divergencia del andamiaje legal resultante refleja la problemática que tenían en ese momento cada uno de los sectores, sin armonización e integración tributaria posterior.

4.34. En ese sentido, la falta de un diseño impositivo integral se ve reflejada en las siguientes inconsistencias:

- El beneficio opera reduciendo la base imponible del impuesto a las ganancias. La ventaja implícita en este mecanismo es la posibilidad que ofrece al agente económico de diferir en la actualidad y tributar en la vejez aprovechando una eventual ganancia en términos de una menor alícuota marginal del impuesto. Si el sistema cambia constantemente este efecto se torna poco previsible y, consecuentemente, pierde efectividad como medida de incentivo. Por otra parte, este esquema solo

---

<sup>21</sup> A través del Decreto N° 476/04

beneficia a aquellos afiliados que pagan impuesto a las ganancias por lo que podría tener efectos regresivos en términos de distribución de la renta.

- La diferencia entre deducciones admitidas para las primas que el individuo abona en un seguro de vida y en uno de retiro distorsiona las decisiones de los individuos
- Los importes de los topes deducibles en concepto de primas no son significativos para los valores habituales en las pólizas del mercado. Además, los mismos están expresados en pesos y no se prevé ningún mecanismo de actualización automática.
- Todas las reglas especificadas para determinar el tratamiento de los seguros de vida en las diversas etapas aluden exclusivamente a seguros tradicionales, sin que se haga mención a los seguros generados posteriormente, dejando muchos temas sujetos a interpretación, con la consiguiente falta de claridad y uniformidad en la aplicación práctica<sup>22</sup>.
- El silencio de la ley del Impuesto a los Bienes Personales respecto del tratamiento de los fondos acumulados en los seguros de vida muestra el mismo problema y la eventual oposición al tratamiento legislado para los seguros de retiro.
- El silencio de la ley del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta respecto del tratamiento de los fondos acumulados en las pólizas de vida con los aportes del empleador deja el tema como materia de interpretación. Ello da lugar a prácticas disímiles y genera, en principio, una diferencia negativa respecto de lo legislado para los seguros de retiro.

### **Educación financiera de los agentes**

4.35. El concepto de educación financiera implica la provisión de información adecuada para que los agentes económicos puedan adquirir el conocimiento y la confianza necesaria para tomar decisiones que permitan mejorar su bienestar económico-financiero<sup>23</sup>. En relación al desarrollo del Ahorro Contractual, los cambios implementados por distintos países, como Estados Unidos y el Reino Unido, pasando de esquemas pensionales de BD a esquemas de CD, requieren de una mayor educación financiera de los aportantes no sólo para decidir, en base al conocimiento de su aversión al riesgo –mejor relación riesgo/retorno-, dónde colocar sus fondos –ya sea que provengan de aportes obligatorios o voluntarios- sino para decidir cuándo y cómo ejercer su opción de retiro de los fondos y para lograr una mayor competencia –y consecuentemente una mayor eficiencia- entre los distintos administradores de esos fondos.

4.36. Las reformas pro-mercado implementadas por diversas economías en desarrollo en la última década, su apertura a los movimientos de capitales y su receptividad, al igual que los distintos procesos de integración económico-financiera a nivel global –NAFTA y la Eurozona, entre los más destacados- delinearon un marco de fuerte interrelación mundial. La posibilidad de que economías con capitales excedentes –exceso de ahorro sobre inversión- pudieran asignar de manera más eficiente sus recursos destinando una porción de ellos al financiamiento de economías que por sus características económico-sociales registraban deficiencias de capital, generó una dinámica en la toma de decisiones a nivel macro y microeconómico que conllevaron la necesidad de profundizar y transparentar los flujos de información. Este proceso de generación de un mayor y más sofisticado flujo de información hace necesario un mayor nivel de educación financiera.

4.37. Estos cambios radicales en los sistemas de pensiones en muchos países desarrollados y en varios países en desarrollo –América Latina es un claro ejemplo de ello-, resultan en una mayor responsabilidad

---

<sup>22</sup> El concepto de prima de riesgo no se define en la ley ni en la reglamentación, por lo que no existe uniformidad en la interpretación dada para el caso de los seguros tradicionales (en los que el importe técnico de la prima de riesgo no se informa de modo discriminado en las comunicaciones a los asegurados) ni para el caso de los seguros no tradicionales (en los que el concepto de prima de riesgo debería reemplazarse por el de débito por el costo de la cobertura). Adicionalmente, la regla especificada para definir si el crecimiento de los fondos está gravado no hace ninguna referencia a los seguros flexibles (vida universal, unitlinked) en los que la acreditación de rendimientos obedece a un proceso automático en el que el asegurado no debe efectuar ningún acto de disposición.

<sup>23</sup> Según la OECD.

individual en la toma de decisiones de inversión. Sin embargo, en respuesta a un cuestionario sobre educación financiera de distintos estratos sociales preparado por la OECD en países desarrollados y en vías de desarrollo, se muestra que, por ejemplo en Estados Unidos el 50% de los adultos y el 66% de los estudiantes de escuelas secundarias no respondieron acertadamente a tests de conocimientos económicos básicos. En el caso del Reino Unido, menos del 40% de los individuos que respondieron a la encuesta se siente seguro a la hora de tomar decisiones financieras. En Argentina, para una encuesta del año 1999, el 75% de los nuevos aportantes al sistema de capitalización no eligió voluntariamente su administradora, sino que dada la ausencia de decisión, fueron derivados de manera aleatoria.

4.38. En el trabajo de campo llevado a cabo por la OECD, los países participantes en la encuesta mostraron preocupación por el grado de indiferencia de los consumidores respecto de la importancia de contar con niveles adecuados de educación financiera. Algunas posibles explicaciones a esta situación se orientaron a que la información provista para la toma de decisiones era difícil de entender y que estaba orientada para beneficiar a las instituciones financieras, a la falta de interés en el planeamiento de las finanzas individuales y a la complejidad de distintos productos financieros que puede desalentar a los consumidores, entre otros.

4.39. Las implicancias de bajos niveles de educación financiera recaen no sólo sobre el propio individuo sino sobre el Gobierno. En efecto, en términos del impacto sobre el individuo, un mayor grado de educación financiera redundaría en mejores y más seguras decisiones, con una mayor probabilidad de mejores resultados del rendimiento de los fondos al momento del retiro de los mismos. Desde el punto de vista del Gobierno, los beneficios podrían implicar mayores probabilidades de éxito de los programas pensionales, aumento en las tasas de ahorro y en menores costos de investigación y monitoreo de fraudes empresarios, entre otros<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> Comentarios y conclusiones extraídas de la presentación de Barbara Smith, Analista Senior del Proyecto sobre Educación Financiera de la OECD, en el Seminario Regional "El Rol del Ahorro Contractual en América Latina – Argentina" organizado por el World Bank Institute y el Centro para la Estabilidad Financiera, en mayo de 2004 en Buenos Aires – Argentina.



## 5. Recomendaciones y propuestas

El desarrollo del ahorro contractual es una de las herramientas de política que permitiría generar las condiciones para promover el ahorro nacional contribuyendo a su asignación eficiente de forma de lograr un crecimiento económico sostenible. Al mismo tiempo, un adecuado diseño permitiría resguardar los ahorros contractuales de los aportantes, asegurando un retorno que permitiría una tasa de reemplazo adecuada al momento del retiro. Por otra parte, permitiría optimizar los efectos a nivel micro y macroeconómico del desarrollo del ahorro contractual sobre la economía. En base a estos objetivos entendemos que sería deseable que el mencionado diseño tome en consideración las siguientes recomendaciones:

### A. Disminución de los riesgos

- Los riesgos derivados de desequilibrios macroeconómicos pueden ser atenuados a través de la inversión en activos indexados y de la realización de operaciones de cobertura (hedging) mediante contratos de futuros, opciones y swaps. Por su parte, la influencia de la volatilidad en los precios de los activos locales, puede ser reducida permitiendo la diversificación internacional de la cartera de inversión de los fondos y adoptando principios de inversión basados en la regla de “persona prudente” que maximicen el rendimiento sujeto a un adecuado control del riesgo. Estos principios junto al establecimiento de estándares internacionales en materia de gobierno corporativo, independencia de miembros de consejos, y auditores y actuarios externos, también colaborarían en la reducción del riesgo crediticio. Asimismo, la diversificación internacional de la cartera permitiría atenuar los riesgos asociados a la limitada oferta de instrumentos financieros que puede existir en el mercado local y evitaría el alza injustificada del precio de los activos domésticos.
- Los riesgos operacionales pueden ser acotados mediante la adopción de principios de estándares internacionales de conducta de mercado y de la institucionalización de la responsabilidad fiduciaria de los administradores de los fondos, juntamente con el marco supervisor y regulatorio previamente mencionado. Para promover la competencia en el mercado de administradores evitando la formación de oligopolios, se deben adoptar políticas tendientes a la reducción de los costos de entrada a través de la “tercerización” de funciones que presentan economías de escala, como por ejemplo el registro de afiliados y el pago de beneficios. Los mayores costos e incertidumbre asociados a la interacción de distintos planes deben ser neutralizados a través de la independencia de los mismos.
- Para minimizar la intervención arbitraria del Estado en el manejo de los fondos, debería internalizarse en el sector público la premisa que el objetivo único de los fondos es el de proveer de beneficios adecuados a los futuros pasivos, dejándose de lado otros objetivos de política como el desarrollo regional o la solución de problemas de tipo social, los cuales deberán ser resueltos mediante otros instrumentos de política. Entre los mecanismos que se orientan a este fin hay que destacar el establecimiento de la prohibición del uso de los fondos de la contribución obligatoria como recursos cautivos del gobierno. Las limitaciones respecto de la aplicación de los fondos en títulos emitidos por el sector público deberían establecerse en base a la participación de dicho sector en la economía. Otro mecanismo de fundamental importancia es el de garantizar la independencia del organismo encargado de regular y supervisar a los administradores de los fondos, aislándolo de las presiones políticas y atrayendo los recursos humanos mejor capacitados.
- Respecto de la efectiva defensa del afiliado, los propios aportantes al sistema podrían incentivar y requerir demandas judiciales de parte de los operadores de ahorros institucionales en contra de las potestades que se arrogue el gobierno en violación a la normativa vigente. El problema del bajo nivel de educación financiera debería atacarse mediante programas que promuevan la educación de los individuos en esta materia. En ese sentido, también se limitarían los riesgos asociados a una baja cantidad de aportantes debido a la falta de información y miopía de los mismos.
- Para evitar el impacto negativo del riesgo de mercado sobre la conversión de los fondos acumulados en renta vitalicia al momento de la jubilación, podría permitirse la opción de conversión de estos fondos en renta vitalicia de manera escalonada en el tiempo.

- En cuanto a las cuestiones relacionadas con la mejora en la seguridad del ahorro asegurado, entre los posibles cursos de acción cabe mencionar el fomento de medidas (como el fideicomiso de garantía, Resolución 29.418 SSN) que dejen a resguardo los fondos de los asegurados. El fomento de instrumentos de ahorro colectivo (planes de pensiones corporativos) con un marco legal que facilite su segura implementación. La asignación de responsabilidades económicas a los vendedores y a las compañías, según corresponda, para asegurar la transparencia de la venta. La actualización de la legislación en lo relacionado con seguros para que tenga en cuenta los cambios del mercado (Internet, seguros con ahorro, seguros en moneda extranjera, etc.).

## **B. Las comisiones**

- A los efectos de reducir las comisiones cobradas por las administradoras, y con el objetivo de estimular la participación en el sistema de capitalización, deberían considerarse las siguientes modificaciones relacionadas con cada componente del costo administrativo y promover reformas que mejoren la contestabilidad de la industria:
- En relación al costo del seguro de vida e invalidez, se recomienda revisar los beneficios del mismo a niveles comparables con los otorgados internacionalmente y/o respecto a seguros voluntarios en Argentina. Asimismo, se recomienda promover la competencia al momento de la contratación del seguro mediante el uso de los controles apropiados de parte de la SAFJP en los procesos de licitación.
- Para mejorar la transparencia en la determinación de las comisiones de la AFIP y la SAFJP correspondería que estas dos instituciones mejoren los controles sobre sus costos y estén sujetas a auditorías externas para asegurar que las comisiones que cobran a las AFJP se alineen con los costos derivados de la provisión eficiente de los servicios.
- Para reducir el grado de concentración de la industria y mejorar la contestabilidad, se recomienda promover la tercerización del registro de afiliados, pago de beneficios, etc, a los efectos de generar economías de escala y reducir los costos de entrada existentes en la actualidad. Asimismo, y con el objetivo de aumentar la competencia entre administradoras se recomienda promover actividades de educación financiera de los afiliados. De esta manera podría devolverle transparencia a la industria y disminuir el descrédito que se percibe de parte de los aportantes (actuales y potenciales). La etapa de educación previsional del afiliado debería hacerse con una campaña de comunicación promovida por la industria en su conjunto y el Gobierno, explicitando cuáles son los costos y los beneficios de pertenecer al sistema. Asimismo, deberían realizarse reuniones explicativas con legisladores y otros centros de influencia.
- Para reducir los gastos administrativos y transparentar la responsabilidad de la intermediación de la provisión social entre ANSES y las AFJP, se recomienda estudiar la viabilidad de instituir que la liquidación de beneficios de ambos sistemas sea independiente.
- En relación a los gastos improductivos derivados de la cantidad de traspasos, se recomienda modificar el esquema de traspasos permitiendo que los mismos se efectúen una vez al año, hasta tanto se flexibilice la regulación de la rentabilidad mínima y se introduzca la opción de múltiples fondos, lo que permitirá una mayor diferenciación de producto entre proveedores.
- A fin de aumentar las relaciones afiliados/población-económicamente-activa y aportantes/afiliados, habría que reducir el desincentivo a enrolarse en el plan de jubilaciones del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) a través del escalonamiento de los beneficios del Pilar I a los participantes del sistema de acuerdo a los años aportados en lugar de ofrecer las alternativas extremas de beneficio completo con treinta años de aportes y edad normal de jubilación o beneficios reducidos con 10 años de aporte y 70 años de edad. Además, se recomienda que la AFIP fortalezca la recaudación a través de un mayor control del cumplimiento tributario, la disminución de la incidencia distorsiva generada por el nivel de las cargas sociales totales, considerando un aumento de la base imponible, que en lugar de calcularse en base al salario monetario debería hacerse en base al salario bruto total.

- Para estimular la competencia entre las administradoras propendiendo a una baja de precios, debería cambiarse la base de aplicación de las comisiones, pasando del cargo sobre aportes al cargo sobre el fondo administrado y/o sobre la rentabilidad obtenida. A fin de evitar la doble imposición deberían diferenciarse los fondos ya acumulados de los flujos futuros que se acumularían con el nuevo sistema. De esta forma se lograría que los ingresos de las administradoras dependan en mayor medida de la administración propia de los fondos y no del área comercial, aunque deberían sopesarse los posibles costos derivados de una mayor exposición en instrumentos más riesgosos.
- En cuanto a la competencia en igualdad de condiciones entre el régimen de reparto y el de capitalización y la abolición del uso de este instrumento con fines anticíclicos, debería corregirse paulatinamente el diferencial de tasas de aporte entre ambos regímenes. Recordemos que en la actualidad el régimen de reparto recibe en concepto de aportes el 11% del salario monetario de los afiliados, mientras que el régimen de capitalización sólo el 7%. El retorno a una tasa de contribución del 11% ha sido postergado con el objetivo de no afectar el salario de bolsillo de los aportantes, estableciéndose a través del Decreto 809/04 que dicha tasa se ajustará en forma paulatina desde agosto de 2005 y hasta octubre de ese año. La recuperación del nivel de aportes no sólo redundará en una tasa de sustitución mayor al momento del retiro en el sistema de capitalización, sino que su equiparación con la de reparto permitirá que haya competencia en igualdad de condiciones.

### **C. Políticas y regulación de las inversiones**

- La adopción de reglas de inversión más flexibles –apelando a criterios de “persona prudente” o “inversor prudente”- permitiría avanzar en la formación de carteras eficientes, con beneficios directos tanto sobre los aportantes, al permitirles acceder a un beneficio jubilatorio superior, como sobre las empresas, al reducirles el costo de acceso al capital, y sobre la posición fiscal intertemporal del Gobierno, al aliviar las necesidades de financiamiento del Pilar I. Al mismo tiempo que se otorga al administrador de los fondos mayor discrecionalidad en el manejo de los mismos y de esta manera se reduce el efecto “manada”, se deben establecer mecanismos de supervisión que controlen el riesgo asumido, como por ejemplo la utilización del Valor a Riesgo (VaR). Debe tenerse en cuenta que para una correcta utilización del VaR debería sincerarse el valor de los fondos acumulados mediante la valuación a mercado –en los casos en que ello sea posible- de los títulos públicos que componen los fondos pensionales y que se encuentran actualmente en cesación de pagos.
- La reducción de los gastos de comercialización y el incremento de la masa de fondos administrados podrían ser alcanzados aplicando una regulación de inversiones más flexible con control de riesgos<sup>25</sup> en conjunto con la implementación de esquemas de comisiones que se apliquen sobre el stock de fondos acumulados –y no sobre los flujos de aporte. De esta manera se podrán generar los incentivos adecuados para que se decidan impulsar modificaciones en el esquema de rentabilidad mínima, ganando en la eficiencia de la administración de los fondos. Como se lo comentó, la adopción de un esquema de rentabilidad mínima basado en VaR permite eliminar el efecto “manada” y conseguir los objetivos anteriormente mencionados.
- En cuanto a las cuestiones inherentes a la rentabilidad, resulta necesario considerar la flexibilización de los límites de inversión para aprovechar las oportunidades de inversión en nuevos productos e instrumentos financieros domésticos y del exterior. Una mayor diversificación del riesgo permitiría reducir la volatilidad en las tasas de retorno y dar más seguridad al asegurado, haciendo más atractivos este tipo de instrumentos para los adversos al riesgo.
- Para incrementar el valor presente de las pensiones, satisfacer las demandas de los distintos grupos de aportantes y dar un mayor atractivo al sistema, resulta óptimo avanzar en esquemas que permitan la conformación de multifondos. La regulación debería tener en cuenta limitaciones al acceso de

<sup>25</sup> El seguimiento de la rentabilidad de las inversiones en base al control de riesgos requiere un tratamiento de valuación de cartera transparente y a mercado, que permita reflejar a cada momento del tiempo el desempeño de las administradoras y la riqueza de los afiliados al sistema.

fondos de mayor riesgo según y conforme la edad del aportante –a mayor edad, menor riesgo permitido- y el régimen de traspasos entre fondos, intentando evitar desbalances masivos en el sistema ante situaciones de riesgo macroeconómico generalizado. No obstante esta recomendación, debe tenerse presente que la implementación de esquemas de este tipo requiere sistemas de capitalización que hayan ganado en escala, transparencia y eficiencia. En nuestro país, sin embargo, se requiere previamente tomar las medidas correctivas adecuadas que permitan generar ganancias de este tipo para luego recomendar la implementación de un esquema de multifondos.

#### **D. Tratamiento impositivo**

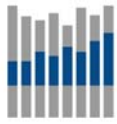
- Respecto a cuestiones de regulación tributaria, debe unificarse el tratamiento impositivo de todos los instrumentos de ahorro sobre la base de parámetros de duración, de forma de incentivar el ahorro de largo plazo, a mayor plazo de inmovilización de los fondos mayor debería ser el incentivo impositivo para compensar la menor liquidez de los fondos. Asimismo se requieren reglas de juego claras y sostenibles en el tiempo, más allá del nivel de diferimiento impositivo que se ofrezca, para que el sistema sea efectivo, seguro y conveniente.
- Otra manera de fomentar el ahorro voluntario a través de estos instrumentos es mediante subsidios directos que se podría instrumentar otorgándoles una suma relacionada al aporte del ahorrista (por ejemplo, por cada \$ 10 de ahorro el gobierno contribuiría con \$ 1). Esta forma de implementación sería mucho más equitativa que la que usualmente se otorga vía deducciones impositivas, donde la población beneficiaria se restringe a aquella que paga impuestos. Además, podría apuntarse este subsidio hacia determinados grupos para reducir el costo fiscal. En ambos casos, los incentivos fiscales deben estar sujetos a las restricciones presupuestarias del gobierno.

#### **E. Independencia del regulador**

- Como mecanismos que permitan asegurar la independencia del regulador se recomienda fomentar la adopción de estándares aceptados internacionalmente. Sin embargo debe reverse la estructura de supervisión y regulación de todos y cada uno de los servicios financieros para asegurar su independencia del Gobierno. En el mismo sentido, debe fortalecerse la independencia de los supervisores de las acciones del Gobierno, y como medio de hacer efectivo el cumplimiento de la normativa vigente (“enforcement”) debe responsabilizarse al regulador por sus actos ante el Congreso de la Nación de la misma manera en que lo es el Banco Central.

#### **F. Educación financiera de los agentes**

- Las opciones para mejorar el grado de educación financiera de los consumidores podrían recaer sobre mejores prácticas regulatorias –de los intermediarios financieros, de los costos y de las decisiones de inversión, por ejemplo-, la entrega generalizada y sistemática de folletería, guías de inversión, el diseño de páginas web, la implementación de campañas radiales y televisivas, incentivos/subsidios en base al rendimiento anual percibido por cada individuo, etc. Como se lo comentó anteriormente, la responsabilidad de la educación previsional del afiliado debería recaer en la industria en su conjunto y el Gobierno, explicitando cuáles son los costos y los beneficios de pertenecer al sistema. Asimismo, deberían realizarse reuniones explicativas con legisladores y otros centros de influencia. De igual manera, debería incorporarse a los planes de estudio de las escuelas primarias y secundarias temas relacionados a la importancia de una adecuada previsión social.

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## **ANEXOS**

### **ANEXO 1**

#### **Tendencia del ahorro a nivel mundial – distintos sectores involucrados**

1.1 El ahorro público muestra una tendencia creciente en la década del 80, especialmente en países en desarrollo, motivado por los distintos programas de ajuste implementados, mientras que en los países industrializados se observa el comportamiento opuesto. Sin embargo, a nivel mundial el ahorro público se mantuvo bajo en relación al ahorro nacional, representando entre un 10% y un 25% de este último.

1.2 En cuanto al ahorro privado, se observó un piso en la tasa de ahorro en los '80 para luego mostrar en la última década una recuperación cíclica. Sin embargo, como en el caso del ahorro nacional, existen diferencias de comportamiento entre diferentes regiones. Aumentó significativamente en el sudeste asiático, medio oriente y el norte de Africa, mientras que disminuyó en América Latina y el Caribe. Respecto de los países desarrollados, la tasa de ahorro privado permaneció virtualmente constante durante las últimas dos décadas, oscilando entorno a 23% -como porcentaje del ingreso disponible.

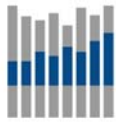
1.3 El flujo desde países con oferta de capital excedente hacia países con limitaciones a su acceso ayudó a financiar proyectos de inversión que permitieron incrementar la productividad de los factores de producción, lo cual se tradujo en un mayor crecimiento económico. De esta manera, un nivel de riqueza superior implicó la modificación de los patrones de consumo intertemporal, y por ende, las propensiones a ahorrar de los distintos actores económicos. Mientras que en el mundo desarrollado la tasa de inversión fue similar a la tasa de ahorro –cerca al 22%-, la tasa de inversión de los países en vías de desarrollo en la década del '80 fue de aproximadamente el 13% en promedio, inferior en 7 puntos porcentuales a la tasa de ahorro. En los '90, la brecha prácticamente se diluye y se alcanzan ratios de inversión y ahorro del orden del 17%. Sin embargo, un componente importante de esta tasa de ahorro corresponde a ahorro del resto del mundo, es decir, el ahorro nacional no alcanzó para financiar el ritmo de inversión registrado. En efecto, los déficits de cuenta corriente (medida de la necesidad de financiamiento externo de los excesos de inversión sobre ahorro nacional) fueron recurrentes a lo largo de la década.

### **ANEXO 2**

#### **Ahorro contractual - La experiencia chilena**

2.4 Los canales a través de los cuales el ahorro contractual promueve el crecimiento económico son variados. Un exhaustivo análisis de uno de los componentes principales del ahorro contractual -como lo son los fondos previsionales- y la cuantificación de los efectos macroeconómicos del establecimiento de dichos fondos mediante una reforma del sistema de pensiones, ha sido realizado por Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) para el caso chileno. En el mismo, y a través de estudios econométricos se estiman los efectos atribuibles solamente a la reforma de pensiones, controlando por los efectos causados por otras variables y reformas.

2.5 Bajo el supuesto estándar de que el crecimiento del producto es consecuencia de aumentos en las cantidades de utilización de los factores de producción –capital y trabajo- y en la productividad total de los mismos, los autores identifican tres canales a través de los cuales la reforma del sistema de pensiones afectó la tasa de crecimiento económico de Chile durante el período 1981-2001: ahorro agregado, mercado laboral y el desarrollo del mercado de capitales. Sus conclusiones reflejan que, dado el crecimiento anual promedio verificado por Chile en el período bajo análisis de 4,6%, el 0,5% se debe a la reforma de pensiones. En cuanto al efecto acumulado de la reforma, se estima que la contribución total es de aproximadamente el 5% del PBI del año 2001. Dichos valores corresponden a la estimación punto, habiendo determinado un rango de valores que en el primer caso van desde 0,2% hasta 0,9% y en el



segundo caso desde 1,9% hasta 9,7%. El impacto conjunto sobre el crecimiento y el nivel del PBI en Chile debido a la reforma, lleva a los autores a otorgarle una significativa importancia a dicha reforma sobre el desempeño de la economía chilena en el período analizado. Vale destacar que sus resultados muestran que el principal canal a través del cual se manifiestan los efectos descriptos, proviene del relacionado con el aumento de la productividad total de los factores como consecuencia del desarrollo del mercado de capitales.

### ANEXO 3

#### Países que han adoptado regímenes de Cuentas Nocionales y sus características

	Italia	Latvia	Mongolia	Polonia	Suecia
Año de implementación	1995	1996	2000	1999	1999
Tasa de contribución obligatoria (% del salario)					
Trabajador	8,89%	9,00%	13,50%		7,00%
Empleador	23,91%	23,58%	5,50%		10,21%
Total	33,00%	33,00%	19,00%	19,00%	17,21%
Comentarios		20% se acredita en la cuenta virtual	4% se destina a la administración del sistema	12% se acredita en la cuenta virtual y 7% en una cuenta de capitalización	16% se acredita en la cuenta virtual y 2,5% en una cuenta de capitalización
Tope salarial sujeto a la contribución	250% del sueldo promedio	600% del sueldo promedio	Desconocido	250% del sueldo promedio	150% del sueldo promedio
Condiciones para el retiro	57 años de edad (con al menos 5 años de contribuciones) o 40 años de contribuciones	62 años de edad para ambos sexos. Opción de anticipar dos años el retiro, con una pensión reducida en 20%	60 años para hombres y 55 años para mujeres (50 años si tienen al menos 4 hijos)	62 años para ambos sexos	61 años para ambos sexos
Reconocimiento por hijo	Reconocimiento por crianza de hijos menores de 6 años.	1,5 años por cada hijo con un máximo de dos hijos	Desconocido	Hasta los 3 años por hijo por cada hijo menor de 4 años, hasta un total de 6 hijos; el crédito es calculado sobre la base del sueldo mínimo	4 años por hijo, usando el más favorable de los siguientes cálculos: 75% del ingreso promedio de todas las personas cubiertas; las ganancias personales individuales el año anterior al nacimiento del hijo; o un monto fijo indexado al sueldo cubierto por cápita.
Mecanismo para contrarrestar posibles desequilibrios entre las contribuciones y pensiones	Ninguno	Ninguno	Ninguno	Reserva de excedentes del sistema de reparto y, por los años 2002-2008, 1% de los salarios	Fondo de reserva heredado del antiguo sistema de pensiones. Posibilidad de abandonar el mecanismo habitual de indexación de las cuentas virtuales si el pasivo actuarial supera al activo actuarial.
Fórmula de la Renta Vitalicia	Esperanza de vida unisex al momento del retiro	Esperanza de vida unisex al momento del retiro	Esperanza de vida unisex al momento del retiro	Esperanza de vida unisex al momento del retiro	Esperanza de vida unisex al momento del retiro
Tasa de intereses de capitalización virtual	Promedio móvil (5 años) de crecimiento del PBI	Suma de los salarios	Tendencia media de los niveles salariales	75% del crecimiento trimestral de los salarios	Tendencia media de los niveles salariales
Indexación de las Pensiones	Por inflación	Por inflación	Desconocido	Por inflación más un 20% del crecimiento real de los salarios	Por inflación y variación salarial de la economía. Si esta última supera a 1,6% (tasa técnica para la renta vitalicia), el ajuste anual excederá la tasa de inflación.
Tasa de sustitución	50% por retiro a los 57 años; 74% por retiro a los 65 años	49% por retiro a los 60 años; 94% por retiro a los 70 años	29,5% por retiro después de 20 años de actividad (26,3% para las mujeres que se retiran a los 55 años); 59,1% por retiro después de 40 años de actividad	60% para los hombres; 50% para las mujeres	30% por retiro a los 60 años; 52% por retiro a los 70 años
Prestaciones mínimas	Sujeto a cumplimiento de requisitos de elegibilidad. Calculado sobre el ingreso; disponible para todas las personas mayores de 65 años	Disponible para aquellas personas mayores de 60 años que hayan contribuido por los últimos 5 años; estableciendo un porcentaje del 56% del promedio de la pensión y un 28% del promedio del salario	Disponible para aquellas personas que han contribuido por un mínimo de 15 años; establecido en alrededor del 20% del sueldo promedio, con la posibilidad de incrementar el nivel para aquellas personas que contribuyeron más de 15 años	Disponible para aquellas personas que han contribuido por un mínimo de 20 años y tienen 60 años de edad (para las mujeres) o un mínimo de 25 años y tienen 65 años de edad (para los hombres); establecido como un 33% del promedio salarial	Sujeto a cumplimiento de requisitos de elegibilidad. Calculado sobre el ingreso; disponible para todas las personas mayores de 65 años con 40 años de residencia, reducido en 1/40 por cada año que por debajo de 40 con un requerimiento mínimo de 3 años de residencia. La pensión mínima se netea de la prestación que corresponde en virtud del sistema de cuentas virtuales. La pensión mínima se reduce en 11% en el caso de individuos casados.

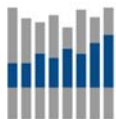
FUENTE: Center for Retirement Research at Boston College

## ANEXO 4

### Países de América Latina que han adoptado regímenes de capitalización y sus características

	<b>Argentina</b>	<b>Chile</b>	<b>El Salvador</b>	<b>México</b>	<b>Uruguay</b>
Año de inicio	1994	1981	1998	1997	1996
Pilar 1	Continúa	Cerrado	Cerrado	Cerrado	Continúa
Aportes al Pilar 2	Voluntario	Obligatorio	Obligatorio	Obligatorio	Voluntario*
Aporte como % del salario	7	12,26	14	10,92	15
Comisión neta	1,45	1,59	1,7	1,64	1,94
Seguro	0,8	0,67	1,28	2,5	0,87
Aporte capitalizable	4,75	10	11,02	6,78	12,19
Recaudación	Centralizada	Descentralizada	Descentralizada	Descentralizada	Centralizada
Contribuciones pasadas	Pensión Compensatoria	Bono de reconocimiento	Bono de reconocimiento	Cambio años aporte	No se Reconocen
Seguro de incapacidad/vida	Privado	Privado	Privado	Público	Privado
Supervisión	Especializada	Especializada	Especializada	Especializada	Integrada
Tasa mínima de retorno	Relativa	Relativa	Relativa	No	Absoluta
<b>Pensión Mínima</b>	<b>Si</b>	<b>Si</b>	<b>Si</b>	<b>Si</b>	<b>Si</b>

\* Obligatorio para los salarios más altos.  
FUENTE: AIOS



## ANEXO 5

### Principales características del ahorro asegurado en Argentina

Operador	Tratamiento
<b>Riesgo Básico Cubierto</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Etapa Activa:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Ahorro- Constitución del fondo individual de pensión</li> <li>— Invalidez y Fallecimiento</li> </ul> </li> <li>■ Etapa Pasiva:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Supervivencia</li> </ul> </li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Etapa Activa:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Ahorro- Constitución del fondo mediante el pago de primas y el interés transferido (riesgo financiero)</li> </ul> </li> <li>■ Etapa Pasiva:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Supervivencia- Pago de renta vitalicia (riesgo biométrico y financiero)</li> </ul> </li> </ul>
Cia. de Seguros de Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ahorro / Fallecimiento</li> </ul>
<b>Riesgos Adicionales Cubiertos</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ No existe cobertura adicional</li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Fallecimiento</li> <li>■ Invalidez</li> </ul>
Cia. de Seguros de Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Invalidez Total y Permanente</li> <li>■ Renta Diaria por Internación</li> <li>■ Muerte Accidental</li> <li>■ Pérdidas Parciales por Accidente</li> <li>■ Muerte de Ambos Cónyuges producida por un Accidente</li> <li>■ Asistencia Médica</li> </ul> <p>No se permite otorgar rentas vitalicias</p>
<b>Multiplicidad de Productos</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ No</li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Etapa Activa:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Producto Inversión (prima única elevada)</li> <li>— Producto Ahorro (prima periódica)</li> <li>— Productos especiales (joven, profesionales, etc.)</li> </ul> </li> <li>■ Etapa Pasiva:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Renta vitalicia</li> <li>— Renta temporaria</li> <li>— Renta garantizada</li> <li>— Renta extensiva a sucesor</li> </ul> </li> </ul>
Cia. de Seguros de Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Las Compañías de Seguros operan con los siguientes tipos de producto:               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Temporarios</li> <li>— Vida Entera</li> <li>— Vida Entera "Interest Sensitive"</li> <li>— Vida Universal</li> <li>— Unit Linked</li> </ul> </li> </ul>
<b>Garantía Estatal</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Garantía de inembargabilidad de los fondos de pensiones</li> <li>■ Garantía en caso de que la AFJP no pueda cumplir con el reconocimiento de la rentabilidad mínima</li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ No</li> </ul>
Cia. de Seguros de Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ No</li> </ul>
<b>Garantía de rendimiento</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sí, aunque la garantía es en términos relativos respecto de los otros operadores del sistema (pudiendo resultar en rendimientos negativos)</li> <li>■ AFJP Nación: Garantía de rendimiento de 4%</li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ No superior al 4% efectivo anual</li> <li>■ La mayoría de los productos aprobados en nuestro mercado garantizan una rentabilidad del 4%. La SSN no ha admitido tasas garantizadas inferiores a 0,5%.</li> <li>■ En productos en pesos, la tasa garantizada es la mayor entre la tasa técnica y la tasa testigo de inversiones publicada mensualmente por la SSN (en la actualidad, no se está aplicando para productos voluntarios)</li> </ul>
Cia. de Seguros de Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los productos Temporarios y Vida Universal en general garantizan el 4% anual de interés</li> <li>■ Los productos Unit Linked admiten algún fondo sin garantía</li> </ul>
<b>Disponibilidad del Ahorro</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Indisponible, salvo el excedente de libre disponibilidad</li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Etapa Activa               <ul style="list-style-type: none"> <li>— Disponible. Aunque generalmente se prevén quitas por rescate que se reducen a medida que la duración de la póliza aumenta</li> </ul> </li> <li>■ Etapa Pasiva               <ul style="list-style-type: none"> <li>— No se puede acceder a los fondos que constituyen la reserva matemática</li> </ul> </li> </ul>
Cia. de Seguros de Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ En los productos Vida Universal, Vida Entera "Interest Sensitive", Unit Linked, el asegurado posee disponibilidad de los ahorros previo pago de una quita. En general, en los primeros dos o tres años no se permite el rescate y, posteriormente, las quitas decrecen hasta anularse después del décimo año de vigencia</li> </ul>
<b>Multiplicidad de los Fondos Administrados en un Contrato</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ No</li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sí, aunque no es una práctica en el mercado</li> </ul>
Cia. de Seguros de Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El producto Unit Linked es el único que tiene multiplicidad de Fondos. En este tipo de producto el Asegurado tiene la opción de elegir en qué tipo de fondo quiere invertir. Los fondos que se comercializan más frecuentemente son: Fondos con Garantía de tasa de interés, Fondos con Garantía de capital, Fondos con riesgo moderado y Fondos con riesgo elevado</li> </ul>
<b>Moneda del Contrato</b>	
AFJP – Ahorro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Pesos</li> </ul>
Cia. de Seguros de Retiro Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ No hay restricción de moneda, aunque generalmente son en pesos o dólares estadounidenses</li> </ul>

FUENTE: CEF en base a normativa vigente – SAFJP y SSN.



## ANEXO 6

### **El Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en Argentina - Principales características**

En julio de 1994 se crea el régimen denominado Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), sistema con un primer pilar de reparto administrado por el Estado que otorga una prestación muy similar para cada uno de los jubilados, denominada Prestación Básica Universal (PBU). El segundo pilar otorga a los trabajadores la posibilidad de optar entre dos regímenes: a) de reparto con beneficios definidos, administrado por el Estado que otorga una prestación denominada Prestación Adicional por Permanencia (PAP); b) de capitalización individual con contribución definida, gestionado por empresas denominadas Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) creadas con esa única y específica finalidad. También a cargo del Estado, se brinda un pago compensatorio por los aportes efectuados por las personas que participaban del antiguo régimen. Este pago se denomina Prestación Compensatoria (PC) y, al igual que la PBU, corresponde a todos los trabajadores que cumplen con los requisitos de edad y años con aportes, sin diferenciación en cuanto a la opción de régimen dentro del SIJP. A continuación se detallan las características propias del esquema:

Tipo de sistema Mixto. Opción del afiliado entre capitalización individual (AFJP) y reparto (Estado).

Afiliación: Obligatoria: Dependientes, independientes y empleados públicos nacionales. No están incluidos: FFAA y de Seguridad.

Tasa de aportación:

Trabajadores, 11 % incluye Seguro de Vida y Comisiones de la AFJP (transitoriamente reducido al 7% para afiliados a Capitalización y a ser restituido al 11% en octubre de 2005 -según Decreto 809/04). Base de cálculo: Remuneración mensual. Máximo 60 MOPRE - \$ 4.800.

Empleadores: 10,7% (financia al sistema de reparto). Base de cálculo: Remuneración mensual. Máximo 75 MOPRE - \$ 6.000 Decreto 290/2000-

Reconocimiento de aportes anteriores a la reforma: Prestaciones a cargo del Estado.

Prestaciones básicas: (i) Jubilación ordinaria (ii) Jubilación anticipada, (iii) Jubilación postergada, (iv) Jubilación por edad avanzada, (v) Pensión por fallecimiento: Beneficiarios: Cónyuge y conviviente con y sin hijos, Hijos, (vi) Pensión de Invalidez Total (más del 66%): Beneficiarios: Idem fallecimiento.

Financiamiento de las prestaciones:

Jubilación: (i) Cuenta de capitalización individual y (ii) Aportes a cargo del Estado.

Pensiones por fallecimiento e invalidez: La AFPJ contrata un seguro con una Compañía de Seguros de Vida (CSV) -el costo se deduce de la comisión-. El capital necesario se completa con los fondos provenientes de (i) Cuenta de capitalización individual, (ii) Aporte adicional de la CSV y (iii) Contribuciones mensuales a cargo del Estado (por servicios anteriores a la reforma).

Condiciones de acceso a las prestaciones:

Jubilación ordinaria: (i) Mujeres 60 años, (ii) Varones 65 años, (iii) Tener por lo menos 30 años de aportes. Este requisito sólo procede para el cobro de las contribuciones a cargo del Estado.

Jubilación anticipada: (i) Obtener una pensión igual o mayor que el 50 % del promedio de remuneraciones de los últimos 10 años y (ii) Obtener una pensión igual o mayor que 2 prestaciones básicas universales máximas (\$460).

Jubilación por edad avanzada: (i) Edad: 70 años, (ii) Acreditar 10 años de servicio con aportes computables en uno o más regímenes jubilatorios, con un mínimo de 5 años trabajados durante los últimos 8 inmediatamente anteriores al cese de actividad.

Pensiones por fallecimiento e invalidez: (i) Beneficio completo. Ser aportante regular o contar con 30 años de servicios con Aportes, (ii) Beneficio reducido. Ser aportante irregular con derecho, según la definición de la reglamentación.

Entidad responsable del pago de los beneficios:

Jubilación: (i) Retiro programado: AFJP, (ii) Rentas vitalicias: Compañías de Seguros de Retiro.

Pensiones por fallecimiento e invalidez: (i) Retiro programado: AFJP, (ii) Rentas vitalicias: Compañías de Seguros de Retiro.

Entidad administradora de las cuentas de ahorro previsional: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

Entidad recaudadora de las aportaciones: La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) efectúa la gestión de cobro de los aportes. La AFJP le reconoce a la AFIP una comisión por el servicio de recaudación.

Comisiones: Por aportes obligatorios, por aportes voluntarios y por pago de prestaciones. Estas dos últimas, si bien están previstas en la Ley no han sido aplicadas por ningún operador).

Requisitos de capital mínimo/encaje: Encaje: El mayor entre el 1 % del fondo de jubilaciones y pensiones o \$ 3.000.000.

Rendimiento transferido – garantía de rentabilidad mínima: Los fondos no tienen una garantía de rentabilidad mínima en términos absolutos aunque sí en comparación con los fondos que administran otras AFJPs. Para la determinación de la rentabilidad mínima del sistema se toman en cuenta los resultados de últimos 12 meses.

## ANEXO 7

### **Criterios de valuación actualmente vigentes de títulos públicos**

Títulos Públicos al Vencimiento: se informan contabilizados a un valor teórico, devengando linealmente la diferencia entre el precio de mercado en el día de la incorporación y el valor de emisión. Luego se agregan los intereses correspondientes.

Títulos Públicos No Garantizados: se contabilizan al valor de cotización aquellos títulos que no fueron devueltos mediante el Decreto 530. Los que fueron devueltos en el marco de dicho Decreto se valúan a  $1.4 + CER$  (\$2 aproximadamente al 6/8/03).

Títulos Públicos Garantizados (préstamos): se contabilizan a  $1.4 + CER$  (\$2 aproximadamente al 6/8/03).

En la simulación se supone un valor de liquidación del 30% de los títulos al vencimiento y los devueltos según el Decreto 530 y del 80% para los préstamos garantizados (ambos valores se aproximan a la cotización actual en el mercado abierto).

## ANEXO 8

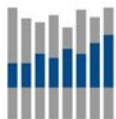
### **Supuestos empleados en el cálculo de los fondos acumulados**

- ❑ Edad de los aportantes en 1994: 25, 35 y 45 años.
- ❑ Tasa de interés real: publicada para el Sistema informada por la SAFJP; el promedio a 2004 es del 11.4% real anual. Desde 2005 en adelante se la estima en el 3% real anual.
- ❑ Salario bruto: promedio bruto mensual con aguinaldo devengado, informado por el Ministerio de Economía para el total de la economía. Desde 2005 en adelante se lo incrementa un 2% anual.
- ❑ Inflación: medida por el Índice de Precios al Consumidor. Se supone se reduce desde el 7% anual en 2004 en 0.5 puntos porcentuales hasta alcanzar el 2% en 2014, fecha desde la cual se mantiene constante.
- ❑ Fondo real acumulado: en base a la legislación vigente, se hacen los aportes correspondientes a capitalización: 11% del salario hasta 2001, 5% en 2001 y 2002, desde 2003 y hasta 2005 es del 7% para retornar al 11% desde 2006 y hasta el momento de la jubilación.

## ANEXO 9

### **Esquema de multifondos - La experiencia chilena**

9.1 A mediados del año 2002 se produjo en Chile el cambio más significativo que haya tenido el sistema de administración de fondos de pensión en sus 21 años de vida, al implementarse el esquema de

**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera

Center for Financial Stability

Multifondos. A partir de este mecanismo los afiliados de las administradoras tienen la posibilidad de decidir canalizar sus ahorros previsionales a través de 5 Fondos de Pensiones. El esquema permite decidir inversiones a través de distintas combinaciones de instrumentos financieros, distribuidos en dos grupos: de renta fija –fondos más seguros- y de renta variable –fondos más riesgosos.

Tabla 8 - Evolución de los fondos

Monto de Ahorro por tipo de Fondo  
(en u\$s MM y en %)

	Marzo 2003		Marzo 2004	
Fondo A	636	1,5	3357,89	6,7
Fondo B	4.912	11,5	9714,79	19,5
Fondo C	29.937	70,1	27276,87	54,7
Fondo D	4.642	10,9	7763,18	15,6
Fondo E	2.579	6,0	1768,28	3,5
<b>TOTAL</b>	<b>42.707</b>	<b>100,0</b>	<b>49.881</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: AFP.

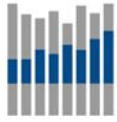
9.2 La diferencia entre los 5 fondos está dada por las restricciones cuantitativas máximas en las que se permite invertir en activos financieros de renta variable. Por ejemplo, en el Fondo A tienen una mayor participación los activos de renta variable que en el Fondo B –se permite invertir hasta un 80% en renta variable. A su vez, el Fondo B tiene una mayor participación en cartera de activos de renta variable que el Fondo C y así sucesivamente. En el Fondo E sólo se permiten inversiones en instrumentos de renta fija. Una persona joven, que tiene un período más largo de ahorro que una de mayor edad, se vería beneficiada de invertir en un fondo con una mayor proporción de activos de renta variable dado que en el largo plazo pueden recuperarse pérdidas específicas que se hayan registrado e inclusive alcanzar un rendimiento superior –una pensión mayor<sup>26</sup>.

Tabla 9 - Límites de inversión en renta variable  
(en %)

Fondo	Límite Máximo	Límite Mínimo
Fondo A	80%	40%
Fondo B	60%	25%
Fondo C	40%	15%
Fondo D	20%	5%
Fondo E	No Autorizado	No Autorizado

FUENTE: AFP.

<sup>26</sup> Esquema de Multifondos. Asociación de Fondos de Pensión de Chile.



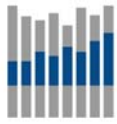
**ANEXO 10**

**Tratamiento impositivo**

Esquema impositivo vigente y su impacto diferencial entre los distintos instrumentos:

- Tratamiento impositivo comparado - Aportes personales, impacto en la declaración impositiva del individuo.

Concepto		Vida	Retiro	AFJP
<b>Impuesto a las Ganancias</b>				
Etapa Activa	Aportes / Primas	Se puede deducir de las ganancias anuales gravadas la prima de riesgo hasta \$ 996,23. Los excedentes de dicho importe pueden ser deducidos en los años siguientes.	Se pueden deducir de las ganancias anuales gravadas los aportes realizados hasta \$ 1.261,16. Los excedentes de dicho importe no pueden ser deducidos en los años siguientes.	Se pueden deducir de las ganancias anuales gravadas el 100% de los aportes realizados sean obligatorios o voluntarios.
	Rescate de Fondos	Se gravarán todos aquellos importes que fueron deducidos en ejercicios fiscales pasados en concepto de aportes al seguro que se rescata.	Se grava el importe que se obtenga de la siguiente operación: (Importe del rescate – aportes no deducidos). No aplica el pago si los fondos rescatados son depositados en una compañía dentro de los 15 días.	No aplicable: Los aportes no son susceptibles de rescate, sólo de traspaso a otra administradora.
	Rentabilidad de Fondos	Sólo se gravan aquellas participaciones otorgadas que, a opción del asegurado, se puedan retirar o depositar en su cuenta individual.	No se encuentran gravados al momento de su devengamiento.	
Etapa Pasiva	Cobro de Beneficios	Los beneficios percibidos por muerte o por vencimiento del contrato están exentos.	Las rentas vitalicias a percibir se gravan en la siguiente proporción: Rentas vitalicias percibidas en el año x (1 – Aportes no deducidos / Importe con el que se compró el beneficio)	Los beneficios a percibir se encuentran gravados. La única excepción está dada por la herencia del fondo residual bajo la opción de Retiro Programado; esta herencia constituye un beneficio no gravado.
<b>Impuesto sobre los Bienes Personales</b>				
Ambas Etapas	Fondos acumulados	No hay una exención específica para los fondos acumulados en productos de seguros de vida con ahorro.	Los fondos acumulados se encuentran específicamente exentos.	



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

- Tratamiento impositivo comparado - Aportes del empleador, impacto en la declaración impositiva del empleador.

Concepto	Vida	Retiro	AFJP
<b>Impuesto a las Ganancias</b>			
Etapa Activa	Aportes / Primas pagados por el Empleador	Interpretación: Se pueden deducir de las ganancias anuales gravadas el 100% de las primas pagadas, sujeto a que AFIP no impugne los montos.	Se pueden deducir de las ganancias anuales gravadas los aportes realizados hasta \$ 630,05. Los excedentes de dicho importe no pueden ser deducidos en los años siguientes.
	Rescate, por parte del Empleador, de fondos aportados por él mismo	Están gravados.	No es posible.
	Rentabilidad de Fondos	No legislado --> Gravado	No gravado al momento del devengamiento.
Etapa Pasiva	Cobro de Beneficios	No aplicable	
<b>Impuesto sobre la Ganancia Mínima Presunta</b>			
Ambas Etapas	Fondos acumulados	No legislado --> Gravado	Los fondos acumulados se encuentran específicamente exentos.

- Tratamiento impositivo comparado - Aportes del empleador, impacto en la declaración impositiva del empleado.

Concepto	Vida	Retiro	AFJP
<b>Impuesto a las Ganancias</b>			
Etapa Activa	Aportes / Primas pagados por el Empleador	Interpretación: Se pueden deducir de las ganancias anuales gravadas el 100% de las primas pagadas, sujeto a que AFIP no impugne los montos.	Se pueden deducir de las ganancias anuales gravadas los aportes realizados hasta \$ 630,05. Los excedentes de dicho importe no pueden ser deducidos en los años siguientes.
	Rescate, por parte del Empleador, de fondos aportados por él mismo	Están gravados.	No es posible.
	Rentabilidad de Fondos	No legislado --> Gravado	No gravado al momento del devengamiento.
Etapa Pasiva	Cobro de Beneficios	No aplicable	
<b>Impuesto sobre la Ganancia Mínima Presunta</b>			
Ambas Etapas	Fondos acumulados	No legislado --> Gravado	Los fondos acumulados se encuentran específicamente exentos.

FUENTE: CEF en base a normativa vigente.

## Bibliografía y referencias

- AIOS (2003), "Principios de Regulación y Supervisión en Pensiones". XI Asamblea Anual. Santiago de Chile.
- AIOS (2003), "La capitalización individual en los Sistemas Previsionales de América Latina". Santiago de Chile.
- Asociación de Fondos de Pensión de Chile.
- Bertranou, Fabio, Carlos Grushka y Walter Schulthess (2000). "Proyección de responsabilidades fiscales asociadas a la reforma previsional en Argentina". Serie Financiamiento del Desarrollo No.94. CEPAL, Naciones Unidas. Chile.
- Corbo, Vitorio y Klaus Schmidt-Hebbel (2003), "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile", Banco Central de Chile. Chile.
- Decretos 1572/2001 y 1582/2001. Poder Ejecutivo Nacional. Argentina.
- Grushka, Carlos (2002), "Proyecciones Previsionales de Largo Plazo, Argentina 2000-2050", SAFJP. Buenos Aires.
- Grushka, Carlos y Marcelo De Biase (1996), "La movilidad de los afiliados a las AFJP: Hipótesis y evidencias", Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. Buenos Aires.
- Impávido, Gregorio, Alberto R. Musalem y Thierry Tressel (2001), "Contractual Savings, Capital Markets, and Firms' Financing Choices", The World Bank, Policy Research Working Papers Series, Washington, DC.
- Impávido, Gregorio, Alberto R. Musalem y Thierry Tressel (2002), "Contractual Savings Institutions and Banks Stability and Efficiency", The World Bank, Policy Research Working Papers Series, Washington, DC.
- Impávido, Gregorio, Alberto R. Musalem y Thierry Tressel (2003), "The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets", The World Bank, Policy Research Working Papers Series, Washington, DC.
- Johnson, Christian (2001), "Value at Risk: Teoría y Aplicaciones", Banco Central de Chile. Chile.
- Ley 24.241, Creación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Argentina.
- Loayza, Norman, Klaus Schmidt-Hebbel y Luis Servén (2000), "Una Revisión del Comportamiento y de los Determinantes del Ahorro en el Mundo", Banco Central de Chile. Chile.
- López Murphy, Ricardo, Fernando Navajas, Santiago Urbiztondo y Cinthia Moskovits (1996), "Determinantes del Ahorro Interno: El Caso Argentino", Documento de Trabajo número 51, FIEL. Buenos Aires.
- López Murphy, Pablo y Alberto R. Musalem (2004), "Pension Funds and National Saving".Mimeo, The World Bank, Washington, DC.

- Markowitz, H. M. (1952), "Portfolio Selection", Journal of Finance.
- Morandé, Felipe y Rodrigo Vergara, "Análisis Empírico del Ahorro en Chile". Banco Central de Chile. Serie Banca Central, Análisis y Políticas Económicas. Santiago de Chile.
- OECD (2003), "Institutional Investors Statistical Yearbook".
- Schmidt-Hebbel, Klaus, Norman V. Loayza, Humberto Lopez y Luis Servén (1998), "World Savings Database". Mimeo. The World Bank. Washington, DC.
- Schmidt-Hebbel, K. y L. Servén (2000). "Does Income Inequality Raise Aggregate Saving?" Journal of Development Economics.
- Solis-Soberon, Fernando (1999), "The Regulation of Investments in Latin American Defined Contribution Public Pension Schemes".
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión, "Boletines Estadísticos". Argentina.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensión de Chile.
- The Thrift Savings Plan – US Government.
- The Swedish Pension System - Annual Report 2002
- U.S. Social Security Administration.
- Williamson, John B. y Matthew Williams, "The notional defined contribution model: an assessment of the strengths and limitations of a new approach to the provision of old age security", Center for Retirement Research at Boston College. Boston.