

*Seminario Internacional*  
**Sistemas de  
Capitalización Individual,  
Tendencias y Perspectivas  
Para los Ahorros Previsionales**

*22 de Mayo 2009  
La Romana,  
República Dominicana*

**SIPEN**  
SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES

Seminario Internacional

**Sistemas de  
Capitalización Individual,  
Tendencias y Perspectivas  
Para los Ahorros Previsionales**

22 de Mayo 2009  
La Romana, República Dominicana



**Superintendencia de Pensiones  
Seminario Internacional  
Sistemas de Capitalización Individual, Tendencias y  
Perspectivas para los Ahorros Previsionales**

Superintendencia de Pensiones  
Av. México No. 30. Gazcue.  
Santo Domingo, República Dominicana  
Correo electrónico: [info@sipen.gov.do](mailto:info@sipen.gov.do)  
Tel.: 809-688-0018 • Fax: 809-688-1500  
Web: [www.sipen.gov.do](http://www.sipen.gov.do)

Cada artículo es de exclusiva responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión de la Superintendencia de Pensiones, SIPEN.

Diagramación: Producciones Somos, S.A.  
Primera edición.  
Santo Domingo, República Dominicana.  
Enero 2010

## Contenido

---

<b>Presentación</b> .....	5
<b>Reseña Profesional de los Expositores</b> .....	13
<b>Discurso de Apertura</b> .....	21
<b>La Crisis y sus Consecuencias sobre los Sistemas Previsionales en América Latina.</b>	
Exposición del Sr. Heinz Rudolph .....	35
<b>Evolución y Retos del Sistema Dominicano de Pensiones.</b>	
Exposición del Sr. Julio Bustamante .....	49
<b>Resultados Preliminares de Examinar el Funcionamiento de Fondos de Pensiones de Manejo Privado.</b>	
Exposición del Sr. Pablo Antolín .....	67
<b>Demografía, Mercado de Trabajo y Cobertura de Pensiones en América Latina.</b>	
Exposición del Sr. Vinicius Pinheiro .....	83
<b>Nuevas Tendencias de Modelos de Supervisión: "Twin Peaks Model".</b>	
Exposición del Sr. Joaquín Melgarejo .....	91
<b>Los Productos de Desacumulación en los Fondos de Pensiones de Capitalización Individual.</b>	
Exposición del Sr. Guillermo Martínez .....	109
<b>Retos de los Sistemas de Pensiones ante el Entorno Internacional.</b>	
Exposición del Sr. Alberto Musalem .....	119
<b>Resultados y Conclusiones</b> .....	127
<b>Apéndice</b> .....	133





## **Presentación**



## Presentación

---

Durante el mes de mayo del año 2009 se realizó en República Dominicana, en la ciudad de La Romana, la reunión anual de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones y el Seminario Internacional "Sistemas de Capitalización Individual, Tendencias y Perspectivas", organizado de manera conjunta entre AIOS y la Superintendencia de Pensiones (SIPEN).

A este encuentro, el primero después de la crisis internacional del año 2008, asistieron las principales autoridades regulatorias de los sistemas de pensiones de la Región y destacados especialistas de diversos países y organismos internacionales.

La presente publicación reúne las presentaciones que fueron efectuadas por los expositores invitados al encuentro y constituye un esfuerzo editorial de la Superintendencia de Pensiones de República Dominicana, para difundir los grandes temas de actualidad en materia de pensiones, que fueron tratados con rigurosidad y profundidad por los especialistas convocados en tan importante evento.

La Superintendente de Pensiones, Persia Alvarez de Hernández, pronunció el discurso de apertura del



Seminario Internacional, donde destacó que la nueva realidad internacional constituye una magnífica oportunidad para lograr mejorías significativas en nuestros sistemas de pensiones, asimismo, señaló la gran responsabilidad que significa para los superintendentes, resguardar los derechos de los trabajadores y sus ahorros previsionales, para garantizarles bienestar y calidad de vida durante su retiro laboral.

Javier Cascante, Superintendente de Pensiones de Costa Rica y Presidente de AIOS, en sus palabras indicó la importancia que tienen las reformas previsionales en el crecimiento y desarrollo de los países, el crecimiento de sus tasas de ahorro y el desarrollo de sus mercados financieros y de capitales, entre otros aspectos.

Heinz Rudolph, especialista del Banco Mundial, en su presentación sobre "La Crisis y sus Consecuencias en los Sistemas Previsionales en América Latina" destacó las principales lecciones que en materia previsional nos deja de la reciente crisis. En primer lugar, la necesidad de avanzar hacia esquemas de portafolios óptimos. En segundo lugar, mirar el tema de las comisiones; y recaló mirar nuevamente el tema relativo a las comisiones.

Julio Bustamante, ex Superintendente de Pensiones de Chile, en su presentación sobre "Evolución y Retos del Sistema Dominicano de Pensiones", describe con detalle la evolución, los resultados y los desafíos que tiene el sistema dominicano de pensiones, destacando que fue uno de los pocos que no se vio afectado por la reciente crisis financiera internacional, sobrellevando en muy buena forma y gracias a sus resguardos y garantías contemplados en la Ley, los efectos negativos que otros sistemas han tenido en los últimos meses.



Por su parte, Pablo Antolín de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), en su presentación sobre "Resultados Preliminares de Examinar el Funcionamiento de Fondos de Pensiones de Manejo Privado", nos presenta en una primera parte una descripción de los diferentes sistemas de pensiones de diversos países de Europa y América, para posteriormente desarrollar portafolios o carteras de referencia de largo plazo que tengan en cuenta los distintos objetivos del sistema de pensiones, y que al mismo tiempo permitan realizar una comparación internacional, de rentabilidades o rendimientos entre los distintos países.

Vinicius Pinheiro, de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) en su presentación sobre "Demografía, Mercado de Trabajo y Cobertura de Pensiones en América Latina" nos presenta las tendencias demográficas en América Latina, donde la población envejece a ritmos superiores a los previstos, las tendencias en el mercado de trabajo a la luz de la crisis económica, y por último hace un profundo análisis sobre la cobertura en nuestros países, incluyendo políticas para aumentarlas.

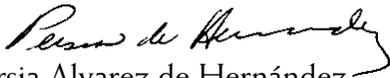
Joaquín Melgarejo, de la Dirección general de Seguros y Fondos de Pensiones, del Ministerio de Economía y Hacienda del España, en su presentación sobre "Nuevas Tendencias de Modelos de Supervisión: Twin Peaks Model" nos ilustra sobre el modelo de supervisión que se está pensando instaurar en España conocido como Modelo Funcional e internacionalmente como "Twin Peaks", nos aclara que se trata de un proyecto que todavía no ha visto la luz.



Guillermo Martínez, de Primamerica de Chile, en su presentación sobre “Los Productos de desacumulación en los Fondos de Pensiones de Capitalización Individual” nos ilustra sobre las modalidades o tipos de pensión bajo las cuales las personas que han ahorrado toda su vida laboral, terminan obteniendo una renta de jubilación.

Finalmente, Alberto Musalem, del Centro para la Estabilidad Financiera de Argentina, en su presentación sobre “Sistemas de Capitalización Individual, Tendencias y Perspectivas” nos entrega un acucioso informe sobre como la reciente crisis financiera internacional impactó los sistemas de pensiones de los países que tienen establecido una estructura de Multifondos, como es el caso de Chile, México y Perú.

Sin duda, este texto será de gran ayuda para quienes están interesados y siguen de cerca el desarrollo, la evolución y los desafíos que presentan nuestros sistemas de pensiones. La calificación de los autores de las presentaciones, así como los temas abordados, todos de gran vigencia, hacen que este libro tenga un gran valor, no solamente por la riqueza de los planteamientos e ideas que se formulan, sino por la oportunidad en que se han difundido. Estamos llegando al final de una crisis internacional de gran envergadura, donde todos queremos recoger las lecciones aprendidas y enfrentar con sabiduría los próximos desafíos, que en materia de protección social, tienen los países de nuestra región.

  
Persia Alvarez de Hernández  
Superintendente de Pensiones





Integrantes de la mesa directiva, Jacobo Ramos, Secretario General de la Confederación Nacional de Trabajadores Dominicanos, CNTD, Manuel Cabrera, Presidente de la Asociación de Industriales de Herrera, Daris Javier Cuevas, Intendente de Bancos, Javier Casante, Presidente de AIOS y Superintendente de Pensiones de Costa Rica, Persia Alvarez de Hernández, Superintendente de Pensiones de la República Dominicana, Luis Molina Achécar, Presidente Junta de Directores AFP Siembra, Pedro Silverio, Gerente General del Banco Central, Rafael Abreu, Presidente de la Confederación Nacional de Unidad Sindical, CNUS, Nélsida Marmolejos, Directora de la Dirección de Información y Defensa de los Afiliados a la Seguridad Social y Gabriel del Río, Secretario General de la Confederación Autónoma Sindical Clasista, CASC.





SVPEN



## **Reseña Profesional de los Expositores**

---



## **Reseña Profesional de los Expositores**

---

### **Heinz Rudolph (Chile)**

Es Coordinador de Finanzas Internacionales y Mercado de Capitales del Ministerio de Hacienda de Chile. El señor Rudolph es Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Doctor en Economía de la Universidad de Georgetown.

Se ha desempeñado en su cargo desde Septiembre de 1999, donde está encargado de los temas de modernización del mercado de capitales chileno e integración financiera de Chile con el resto del mundo. Previamente se desempeñó como asesor del Ministro de Hacienda en temas financieros e internacionales. En el período 1991-94 trabajó como consultor de la división de Finanzas Internacionales del Banco Mundial. Ha sido profesor de diversas cátedras en las universidades tradicionales en Chile.

### **Julio Bustamante (Chile)**

Es Abogado de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Fue Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones entre los años 1990 y 2000, donde



le correspondió liderar las reformas que fueron decisivas para la consolidación de la industria de pensiones. Fue Presidente de la Comisión Clasificadora de Riesgo de Chile durante el mismo período y fundador y primer Presidente de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS. Ha trabajado en las reformas de pensiones de Argentina, México, Bolivia, Perú, El Salvador, Nicaragua, Panamá y República Dominicana. Es consultor del Banco Interamericano de Desarrollo y del Banco Mundial.

Es autor del libro "Funcionamiento del Nuevo Sistema de Pensiones en Chile" y coautor de varias publicaciones de su especialidad. En el campo privado ha participado en la creación de Administradoras de Fondos de Pensiones en Chile y en Centroamérica y actualmente es director y asesor de importantes empresas chilenas. Es profesor Universitario y miembro de la Junta Directiva de la Universidad Nacional Andrés Bello en Santiago de Chile.

### **Pablo Antolín (Francia)**

En la actualidad trabaja en el Departamento de Economía de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Ha escrito numerosos ensayos sobre Sistemas de Pensiones, dentro de los cuales se encuentran: "Cerrando la Brecha Previsional: Cobertura y Valor del Ahorro Voluntario para el Retiro" y "Reglamento de Inversiones y Sistemas de Pensiones de Contribución Definida," en el año 2009;



"Rendimiento de los Fondos de Pensiones," en el año 2008 y "Riesgo de Longevidad y los Sistemas Privado de Pensiones," en 2007.

Asimismo, ha publicado numerosos artículos para el Departamento de Economía de la Universidad de Oxford, para la Fundación SEPI en España, entre otros.

### **Vinicius Carvalho Pinheiro (Suiza)**

Es especialista del Departamento de Seguridad Social de la Organización Internacional de Trabajo (OIT). En su trayectoria laboral fue consultor privado de pensiones en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Jefe del Departamento de Sistemas de Bienestar Social de la Administración Pública, consultor del Banco Mundial, UNICEF, PNUD, así como Coordinador de Información de Gestión del Ministerio de Salud, Vice-Presidente de la Conferencia Americana de la Seguridad Social, Presidente de la Dirección Nacional de los regímenes de la Seguridad Social. Igualmente ha investigado y publicado numerosos artículos sobre seguridad social y reforma en sistemas de pensiones.

Es Economista con una maestría en ciencias políticas y experto en política pública y gestión de gobierno.

### **Joaquín Melgarejo (España)**

Es Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Desde 1993, se desempeña



como Jefe del Área Financiera e Internacional de Planes y Fondos de Pensiones de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía y Hacienda de España.

Es profesor de Derecho Empresarial (Financiero y Tributario) y Derecho del Seguro Privado (Derecho Europeo de Seguros) de la Facultad de Ciencias del Seguro, Jurídicas y de la Empresa, perteneciente a la Universidad Pontificia de Salamanca y gestionada por la Fundación MAPFRE Estudios.

### **Guillermo Martínez (Chile)**

Actualmente es socio de PrimAmérica Consultores. Antes de llegar a PrimAmérica Consultores, fue Gerente General y Gerente de Estudios del Consorcio Nacional de Seguros, así como Director de Estudios de Seguros de la Superintendencia de Valores y Seguros. Es Ingeniero Comercial por la Pontificia Universidad Católica de Chile, tiene un MBA por la Universidad de Chicago y tiene un Máster of Economics por la London School of Economics de Inglaterra.

Entre sus principales actividades docentes destacan la de profesor de finanzas en la Universidad Gabriela Mistral, la Pontificia Universidad Católica de Chile, Universidad de los Andes y Universidad de Santiago.

### **Alberto Musalem (Argentina)**

Es Doctor en Economía de la Universidad de Chicago. Desde 2005, ha sido Economista Jefe del Centro para la

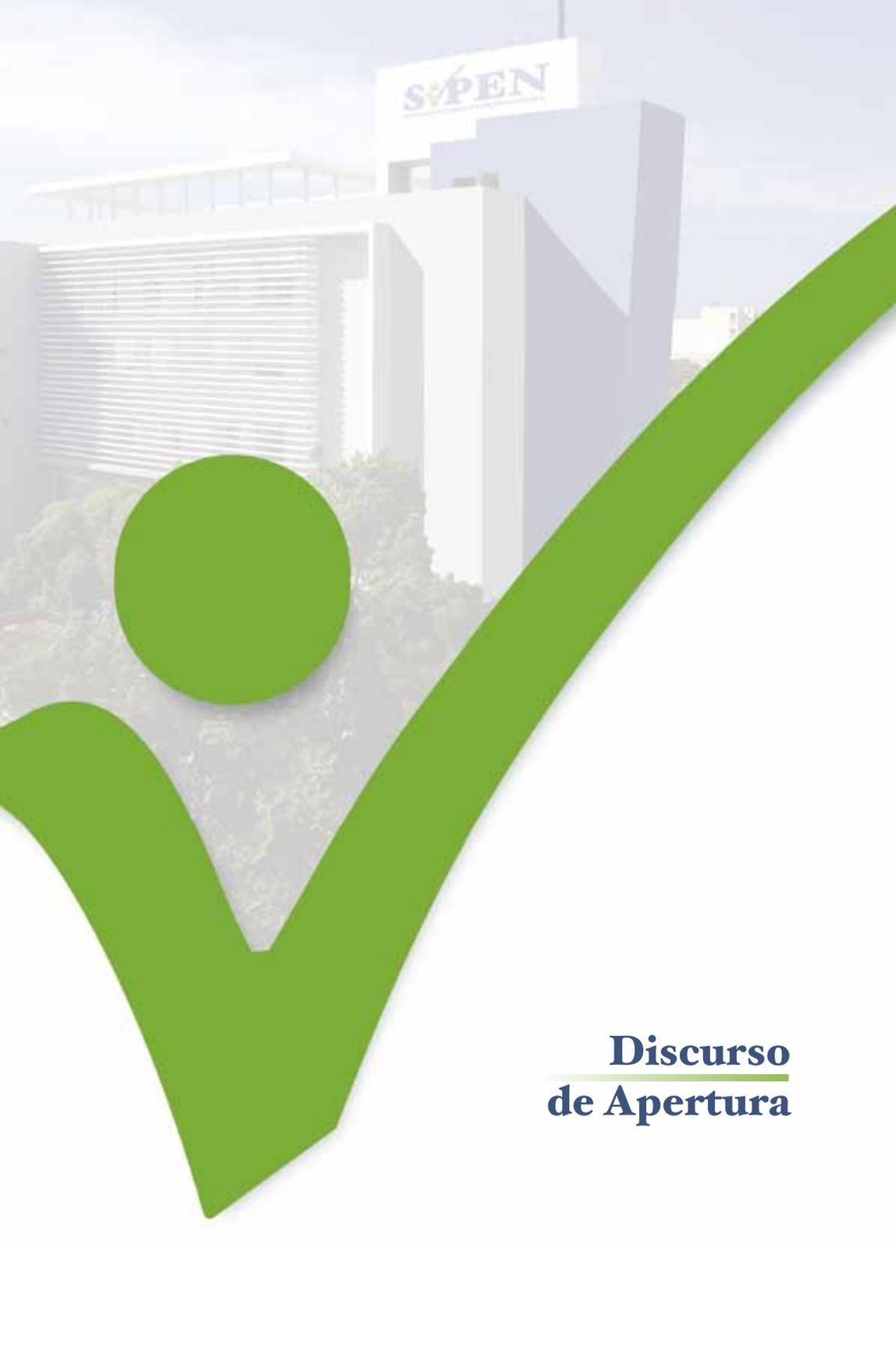


Estabilidad Financiera en Buenos Aires, y trabaja como consultor del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. Durante el período 1985-2004 fue funcionario del Banco Mundial. De 1998 a 2004 fue asesor en ahorro contractual (seguros de vida y pensión) y en el tratamiento impositivo de instrumentos financieros en el Financial Sector Development Department. Fue pionero en trabajos sobre ahorro contractual en el Banco cuando dirigió la producción del primer informe de este tipo: México- Ahorro Contractual en 1990. El Dr. Musalem también trabajó en proyectos similares en países como Argentina, Arabia Saudita, Bahrain, Bulgaria, Costa Rica, Egipto, El Salvador, India, Corea del Sur, Líbano, Marruecos, Filipinas, Rusia, Sri Lanka, Tailandia y Uruguay.

Musalem también contribuyó a la investigación y el análisis de los efectos del ahorro contractual sobre el ahorro nacional y los mercados financieros. Desde 1985 hasta 1997, condujo el diálogo sobre políticas comerciales y del sector financiero en varios países de América Latina, Medio Oriente y Europa del Este. Su experiencia previa a unirse al Banco Mundial incluye trabajos para las Fundaciones Rockefeller y Ford como profesor visitante en programas de postgrado en economía en Argentina, Brasil, Colombia y Estados Unidos (1971-1984). Desde 1968 a 1970, fue miembro del Harvard Institute of International Development como Asesor del Departamento de Planeamiento Económico del Gobierno de Colombia en políticas macroeconómicas de comercio exterior y del sector



financiero. Es autor de numerosas publicaciones en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Alemania, Estados Unidos y de documentos de trabajos publicados por el Banco Mundial.



SYPEN

**Discurso  
de Apertura**



## Discurso de Apertura

---

*Licda. Persia Alvarez de Hernández*  
*Superintendente de Pensiones de la República Dominicana*

En nuestra calidad de país anfitrión pláceme externarles la más cordial bienvenida a todos los participantes de distintos países hermanos de la región, así como los invitados especiales que nos honran con su participación en este importante Seminario Internacional, organizado en el marco de la realización de la XVII Asamblea General Ordinaria de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS.

En momentos en que el mundo enfrenta grandes retos y desafíos económicos y sociales, que de manera directa o indirecta podrían repercutir en los esquemas asociados a los fondos de pensiones, abordar la temática de los "Sistemas de Capitalización Individual, Tendencias y Perspectivas para los Ahorros Previsionales", resulta de alto interés para los países miembros de la AIOS.

No obstante, es importante destacar que esta nueva realidad internacional constituye una magnífica oportunidad para lograr mejorías significativas en nuestros sistemas de pensiones.



En este escenario de amplio análisis participativo, tendremos la oportunidad de promover la discusión de las mejores prácticas de regulación, en distintos temas de supervisión de los fondos de pensiones, con miras a propiciar una fiscalización oportuna y eficaz.

De ahí que el desarrollo de distintos tópicos, relacionados con aspectos tales como las tendencias demográficas e importancia de los productos de desacumulación en los fondos de pensiones de capitalización, así como con las tendencias de los temas vinculantes a los sistemas de pensiones, nos permitirán dimensionar el alcance de los perfeccionamientos que requerirán nuestros sistemas previsionales en los próximos años.

Constituye una gran responsabilidad resguardar los derechos de los trabajadores y sus ahorros previsionales, para garantizarles bienestar y calidad de vida durante su retiro laboral, lo cual demanda altos niveles de exigencia y excelencia, para proveer la confianza necesaria ante los nuevos paradigmas planteados.

Como resultado de la colaboración AIOS-BID-SUPEN-SIPEN, es una realidad en República Dominicana el inicio del Programa de Aprendizaje de una Cultura Previsional, que responde al convenio suscrito entre la Secretaría de Estado de Educación y nuestra Superintendencia de Pensiones, del cual fueron testigos de honor el Señor Vicepresidente de la República y el Superintendente de Pensiones de Costa Rica.



Recientemente una comisión técnica de alto nivel visitó Costa Rica para conocer esa experiencia, adecuarla a nuestras peculiaridades y ponerla en ejecución en el sistema educativo de la República Dominicana.

Estamos conscientes que tendremos nuevos retos para los sistemas previsionales, lo que nos compromete a propiciar una mayor cobertura y una amplia diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones, procurando potencializar las externalidades positivas de ahorro previsional de largo plazo, en beneficio del desarrollo económico de nuestros países.

Con esta visión, estamos dando pasos de avances muy significativos, con las directrices del Excelentísimo Señor Presidente de la República, Doctor Leonel Fernández Reyna, que promueven nuevas alternativas de inversión, con el objetivo de que una proporción de los fondos de pensiones se invierta en sectores económicos estratégicos, tales como vivienda, infraestructura, pequeñas y medianas empresas, sin alterar el objetivo fundamental de los ahorros previsionales.

Esta canalización eficiente de recursos hacia actividades productivas claves propiciará una mayor generación de riqueza nacional, empleo y mejor calidad de vida para los trabajadores y la población en general.

Para aprovechar las bondades del Sistema de Pensiones se amerita desarrollar el mercado de valores, a fin de tener una gran disponibilidad de instrumentos



que sean alternativas de inversión para los fondos de pensiones y contribuir a una mayor diversificación de los mismos, combinando adecuadamente la ecuación riesgo-rentabilidad.

Gracias a los esfuerzos continuos de la Superintendencia de Pensiones y demás entes relacionados al Sistema Previsional, se ha implementado el Plan de Diversificación de las Inversiones de los Fondos de Pensiones, que nos permite tener hoy una cartera de inversión con mayor grado de diversificación, si la comparamos con el portafolio del año 2003, año en el que se iniciaron las cotizaciones al Sistema.

En el año 2003, el 100% de los recursos estaban colocados en el Sistema Financiero Nacional. Los fondos de pensiones al 15 de mayo de 2009 ascienden a setenta y ocho mil trescientos noventa y cuatro millones de pesos, el portafolio de inversiones tiene un 43% en títulos de Entidades de Intermediación Financiera, un 39% en títulos emitidos por el Banco Central, un 9% en Bonos Bancarios, un 8% en Bonos de Empresas Privadas y un 1% en Letras Hipotecarias emitidas por el Banco Nacional de Fomento a la Vivienda y la Producción. Asimismo, los fondos de pensiones han adquirido más del 90% de las emisiones de títulos cotizados en la Bolsa de Valores, que constituyen alternativa de inversión para los mismos.

Es preciso destacar, que las inversiones de estos fondos se pueden canalizar a todos los sectores vitales para



nuestro crecimiento económico, siempre y cuando los instrumentos financieros y sus emisores tengan una calificación de grado de inversión, igual o superior a triple B y cumplan con los requisitos establecidos en la Ley y sus normas complementarias.

Estamos conscientes de que el Sistema de Pensiones, no es la panacea, pero sí podemos afirmar que genera un significativo ahorro interno de largo plazo, que hace a nuestros países menos dependientes del endeudamiento externo, generando el desarrollo de nuestro mercado de valores y contribuyendo a la disminución de la pobreza, objetivo del milenio de los países de la región.

Lograr estos beneficios es un compromiso país, que debemos asumir responsablemente, con el rol que nos corresponde a cada uno, sector privado, trabajadores y Gobierno, para lo cual tenemos que realizar nuestros mejores esfuerzos para que los fondos previsionales contribuyan al desarrollo económico, como lo demuestra el estudio realizado por Corbo y Schmidt-Hebbel, para el caso de los fondos de pensiones de Chile.

Motivados por la obra "La Audacia de la Esperanza" del Presidente Obama, los supervisores y entes del Sistema Previsional, en estos tiempos difíciles a nivel mundial, debemos ser lo suficientemente audaces y responsables para hacer realidad la esperanza de que cada trabajador tenga una pensión digna al momento de su retiro laboral.



Auguramos que este magno evento aportará alternativas y soluciones interesantes y productivas para fortalecer de manera eficaz nuestros Sistemas Previsionales.

Al ofrecerles nuestra más cálida bienvenida deseamos que además de tener una jornada de trabajo productiva, disfruten de una agradable estadía en nuestro país y con la seguridad de que serán acogidos con la hospitalidad que nos caracteriza.

Que Dios les bendiga,  
Gracias.



La Licda. Persia Alvarez de Hernández, Superintendente de Pensiones, pronuncia las palabras de apertura.

*Lic. Javier Cascante  
Superintendente de Pensiones de Costa Rica  
y Presidente de AIOS*

Hace ya varias décadas, muchos países del mundo decidieron fortalecer sus sistemas de seguridad social con reformas, en el campo de la previsión, cuyo objetivo siempre ha sido mejorar la calidad de vida, de los trabajadores en su edad de retiro.

Estos procesos vieron nacer una importante industria de gestores de los ahorros de los trabajadores, tanto el proceso de la acumulación como del disfrute de los recursos ahorrados, así como también el surgimiento y funcionamiento de entidades especializadas para la supervisión y regulación de dichas empresas administradoras de recursos de los afiliados.

Ha sido ya probada la importancia que tales reformas han tenido en el crecimiento y desarrollo de los países, el crecimiento de sus tasas de ahorro y el desarrollo de sus mercados financieros y de capitales, entre otros aspectos.

Para mencionar un caso, en Costa Rica, el país de donde yo provengo, la reforma ha generado un ahorro



adicional de cerca del 10% del PIB en tan solo 8 años. Les puedo asegurar con certeza, que sin la reforma hecha en mi país en el año 2000, posiblemente ese ahorro hoy no existiría. Sin embargo y no queriendo menospreciar lo anterior, debo afirmar que todos estos esfuerzos de reforma serán estériles, si para un cotizante cualquiera, la disponibilidad de recursos para su pensión, no es la máxima posible. En este caso, estaríamos a las puertas de un fracaso indefendible ante nuestra sociedad.

Por eso, siempre es conveniente revisar, de forma periódica, el funcionamiento de nuestros sistemas de pensiones. Como cualquier cosa hecha por el hombre, debe tener imperfecciones susceptibles de corregir. La revisión a la que hago mención, debe hacerse desde varias ópticas. La óptica de la industria o administradora de los recursos, que a nuestro juicio debe enfocarse en la eficiencia y profesionalismo en el manejo de los recursos. La industria debe fijarse el cumplimiento de altos estándares de disciplina de mercado en beneficio de su cliente, entiéndase el afiliado al sistema. En segundo lugar, el supervisor debe evaluar el funcionamiento del sistema, en función del grado de cumplimiento de las mejores prácticas regulatorias y de supervisión, obviamente respetando la institucionalidad y realidad de cada país. Finalmente, está la óptica política, que debe observar el verdadero cumplimiento de los objetivos originalmente planteados y que dieron origen a tales reformas, eso sí, evitando a toda costa, los oportunismos y la demagogia. Recordemos que los dueños legítimos y únicos de los ahorros para pensión, son los trabajadores de nuestros países.



Si algo debe prevalecer en estas evaluaciones o revisiones, es el cumplimiento de, al menos, tres principios fundamentales. Primero, que sean técnicamente fundadas. Es decir, la robustez analítica no es cuestionable; simplemente, es necesaria y obligatoria. Segundo, la revisión debe ser objetiva y oportuna para la sociedad y tercero, de las revisiones deben derivarse propuestas de reforma para fortalecer el sistema, no para destruirlo o desaparecerlo. Debemos entender que las reformas deben favorecer exclusivamente al trabajador con beneficios tangibles y medibles a lo largo del tiempo, no meras expectativas o peor aún, promesas muy románticas pero poco factibles para el futuro pensionado.

Por eso estamos reunidos aquí, porque estamos convencidos que vale la pena dialogar y reflexionar sobre este tema de tanta trascendencia social, como lo es la pensión de las personas. Lo anterior, es obviamente más relevante en la circunstancia que miramos hoy, en el contexto de mercados financieros internacionales, muy cambiantes, volátiles dirán algunos y que obviamente han afectado todos nuestros sistemas financieros, incluyendo, evidentemente, nuestros sistemas de pensiones.

Los invito a iniciar con optimismo esta jornada de trabajo. Estoy seguro que al final de la tarde, las enseñanzas y agendas de trabajo, serán abundantes en beneficio de nuestros países.

No puedo finalizar, sin agradecerle sinceramente a la Superintendencia de Pensiones, en especial a

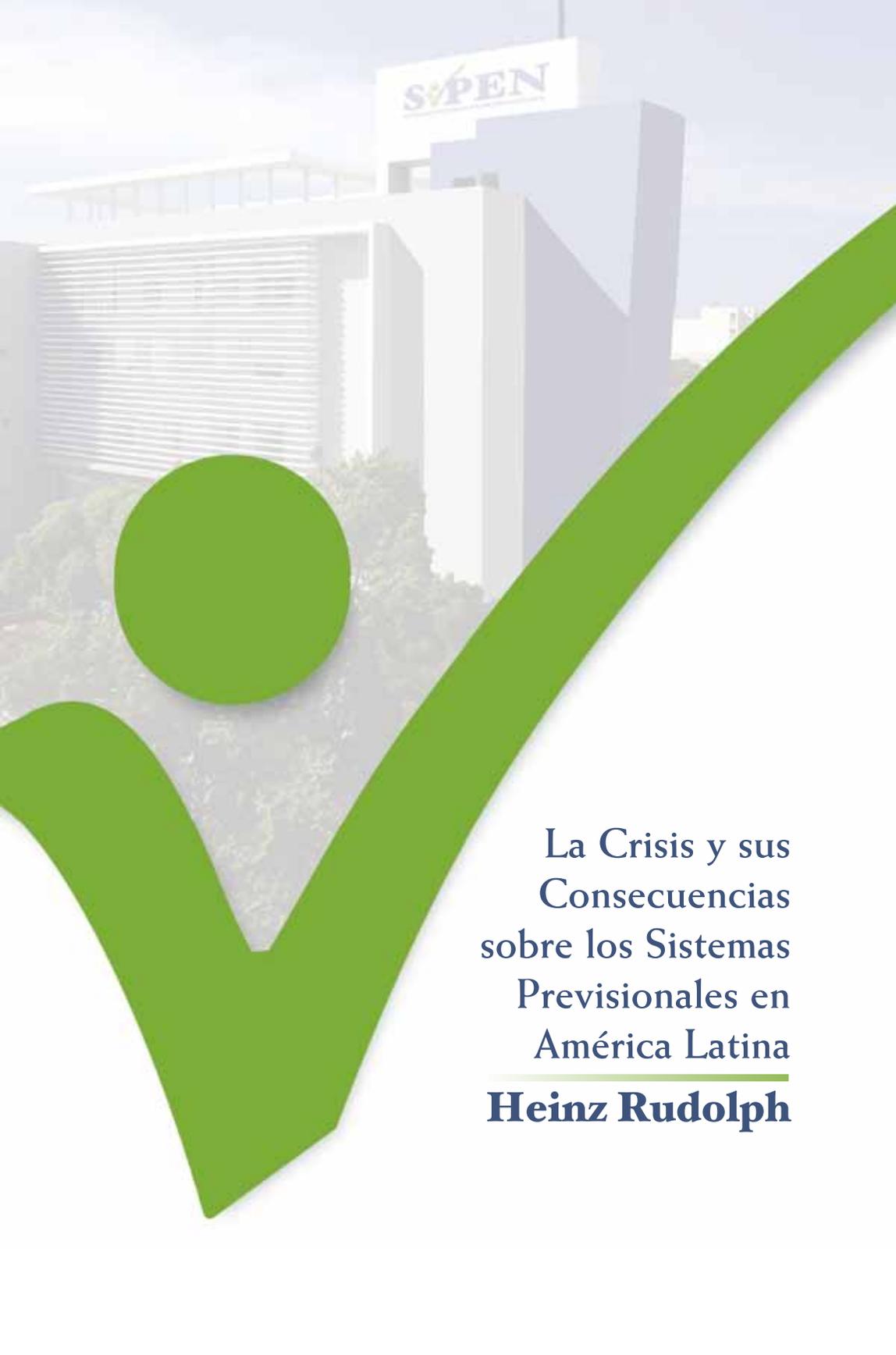


Doña Persia Alvarez de Hernández y su gran equipo, por todas las atenciones recibidas y su empeño para organizar nuestra asamblea anual y este seminario, en este "pedacito de cielo" que es la República Dominicana. Como decimos en mi país, "Qué Dios se los pague".

Muchas gracias.







SVPEN

La Crisis y sus  
Consecuencias  
sobre los Sistemas  
Previsionales en  
América Latina

---

**Heinz Rudolph**



## La Crisis y sus Consecuencias sobre los Sistemas Previsionales en América Latina<sup>1</sup>

---

*Exposición del Sr. Heinz Rudolph  
Banco Mundial*

Muchas gracias por la invitación a participar hoy día de este seminario. Es un placer estar de vuelta por América Latina. Hace algunos años que no he tenido el agrado de compartir una asamblea como esta y con muchos de ustedes.

En mi presentación básicamente intentaré abordar la crisis en América Latina, pero en particular, quisiera abordar cuáles son los principales desafíos que ésta presenta sobre los sistemas de pensiones en la región.

Si tenemos que hacer un resumen de América Latina en términos de su integración con el resto del mundo, vemos que es una región que es altamente dependiente del comercio internacional pero no necesariamente con países integrados financieramente. Yo diría que hay básicamente tres tipos de países en América Latina.

Primero están los países que son importadores netos de materias primas, que se benefician por las caídas

---

1. Los gráficos y cuadros a los cuales se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.



del precio de las materias primas a consecuencia de la crisis y que a su vez tienen un nivel bajo de integración financiera. Muchos de estos países están en América Central y en la región del Caribe.

En segundo lugar, están los países exportadores netos de materias primas, donde yo diría básicamente que hay dos categorías: aquellos que tienen una política monetaria que se denomina metas de inflación o "*inflation targeting*" y aquí tenemos dos tercios del PIB de América Latina. Estos países, donde están, Brasil, Chile, México y Perú, son afectados por la caída del precio de las materias primas y tienen acceso a mercados globales en términos relativamente favorables comparados con otras regiones del mundo.

En tercer lugar, están aquellos países sin "*inflation targeting*" que básicamente son altamente dependientes de sus exportaciones en el sector de energía y tienen términos de intercambio probablemente altos, durante la crisis. Ellos a su vez no gozan de mucho acceso al mercado financiero global. En esta categoría están, entre otros países, Argentina y Venezuela.

Todos sabemos que la crisis se inicia en los países industrializados, en particular en Estados Unidos. Sin embargo, hoy día está bastante claro que la crisis va a afectar a todos los países del mundo y, va a afectar de manera distinta a todos estos países. Pero la particularidad de América Latina lleva a una retroalimentación de los canales de transmisión de la crisis. En particular, a través

del canal financiero, el endeudamiento externo y la dependencia de los flujos financieros internacionales. En muchos países del Caribe y América Central las remesas de divisas también están siendo un problema porque están cayendo de manera muy fuerte. En relación a términos de intercambio, distintos países enfrentan diferentes shocks de intercambios.

Por último se encuentra el tema de la demanda de exportación para los países exportadores netos, pues la caída en el crecimiento mundial va a afectar de forma muy fuerte el crecimiento de estos países por la vía de las exportaciones. Estos cuatro elementos están retroalimentando una suerte de dinámica perversa que acentúa la crisis que puede enfrentar nuestra región.

La buena noticia es que América Latina ha sufrido muchas crisis en los últimos 30 años y ha aprendido mucho de las crisis. Hemos aprendido y hoy día la situación macro económica general de los países de América Latina está mejor de lo que estaba hace 10 años cuando enfrentamos la crisis asiática. Esto tiene que ver con la forma como se resolvió lo que tiene que ver con el tipo de cambio.

Asimismo, la situación fiscal es bastante más sólida de lo que existía hace 10 años atrás o cuando ocurrió la crisis de China, a mediados de los '90, o la crisis de la deuda en los '80. Tenemos un sistema financiero que es bastante más estable, a diferencia de lo que ocurre hoy día en Europa del Este que es donde la crisis está pegando mucho más fuerte.



Los créditos internos, en general están respaldados por depósitos en moneda local, mientras que en Europa del Este el crédito básicamente viene dado por flujos internacionales de capital. Los déficits de cuenta corriente que tiene América Latina hoy día también son bastante manejables especialmente si lo comparamos con países de Europa del Este, donde los déficits de cuenta corriente antes de la crisis estaban en niveles por encima del 10% en promedio.

Otro elemento que es relativamente positivo, es que existe espacio para ejercer política contracíclica, en particular lo que se refiere a política monetaria. Los países han sido capaces de ir reduciendo su tasa de interés, cosa que antes no podían hacer, y eso de alguna manera está facilitando el crédito. Solamente algunos países han creado fondos y han aplicado políticas fiscales contracíclicas que le han permitido hoy día hacer una política fiscal esparcida, como por ejemplo el caso de Chile. Hay algunos países que en menor medida también están utilizando el canal fiscal para paliar los efectos de la crisis.

El principal riesgo que tenemos en estos momentos, es una regresión social, a partir de la necesidad de cortar los gastos en políticas sociales que son altamente necesarias en América Latina. Por lo tanto, si hay una lección en particular para América Latina es que se debe prevenir una contracción indebida en gasto público en lo que se refiere a salud, educación, infraestructura básica y programas sociales. Creo que en ese aspecto se ha



avanzado mucho en los últimos años, pero todavía hay un rezago en los niveles de pobreza, que en esta zona continúan siendo relativamente altos.

La crisis aún está lejos de terminar, si yo les hubiese preguntado hace dos años si ustedes piensan que los retornos de la bolsa son buenos indicadores de la actividad económica, tengo por seguro que la mayoría de ustedes hubiesen estado de acuerdo. Si hago esta pregunta hoy día, la verdad es que probablemente muchos de ustedes, incluyéndome, no van a estar de acuerdo con eso. La bolsa hoy día está experimentando altos niveles de volatilidad. Hemos vistos una caída en las bolsas de los países industrializados durante el último trimestre del años pasado y algún tipo de recuperación durante el primer trimestre de este año.

La Casa Blanca hablaba hace poco tiempo de brotes primaverales. ¿Realmente hay brotes primaverales? ¿Se están viendo los signos de recuperación? ¿Hay una pronta recuperación? ¿Lo miramos todos los días en los titulares de los diarios? Yo diría que habría que ser cautos en mirar esta información. Hoy día los modelos econométricos con lo que hemos estado acostumbrados a hacer proyección, son de muy poca utilidad dado a que el tamaño de los shocks que presenta la economía mundial sobrepasa cualquier estimación econométrica, cualquier grado de error mínimo que se requiere para hacer proyecciones razonables.

Parte de la recuperación que estamos viendo en estos últimos días están asociadas a la efectividad de



la gran cantidad de dinero que se han inyectado en las economías desarrolladas para paliar los efectos de la crisis. Por lo tanto, en este sentido, habría que ser sumamente cautelosos en no pecar de ser sobre optimistas respecto del futuro del crecimiento.

La segunda pregunta es: ¿Volverá el Sistema Financiero a funcionar como antes? Bueno, una de las discusiones que hay hoy día y se está dando, escuchando noticias día a día, es la necesidad de mejorar los esquemas de regulación financiera. Toda esta discusión que teníamos hace 10 años respecto al rol de la autorregulación, la necesidad de que de alguna manera el sector financiero se autorregule y mantenga buenas prácticas, no es que deje de ser necesario, pero no es suficiente. Y por lo tanto el mundo se está moviendo a esquemas de regulación, o se va a mover a esquemas de regulación que de alguna manera van a limitar los flujos de capital que probablemente veremos en el futuro.

Si miramos por ejemplo, en relación a este tema de la regulación, el sistema bancario de Estados Unidos, en el cual, se ha centrado básicamente el paquete financiero, el sector banquero provee aproximadamente el 25% del crédito y el otro 75% del crédito es provisto por el mercado de capital, especialmente en los temas de titularización. El primer mercado, a consecuencia de estos ejercicios de "stress test" que se han desarrollado en Estado Unidos hoy día queda relativamente claro que hay algún tipo de solvencia de parte de la banca en dicho país.



No está claro que deben comenzar a prestar ni a acelerar el crédito en los próximos trimestres; pero si queda relativamente claro que el sistema bancario de alguna manera va a encontrar una solución en los próximos meses. Sin embargo, la discusión respecto de crédito por la línea del mercado de capital está recién comenzando y se hace extremadamente necesario avanzar en lo que es tener una mejor regulación financiera y que los reguladores terminen entendiendo cual es el negocio de la titularización, cosa que hasta hace poco no estaba muy claro.

Es importante que en esta regulación los agentes internalicen las externalidades. Uno de los problemas más importantes que enfrenta la población financiera, es que cada agente estaba dispuesto a tomar riesgos y traspasárselo a alguien más, sin tener en cuenta cuales eran las externalidades sobre el resto del sistema financiero. El rol de la nueva regulación va a tener que avanzar hacia internalizar aquellas externalidades sobre el resto del sistema financiero y en particular las lecciones que vienen están asociadas al desarrollo de la titularización y al desarrollo de los mercados derivados. Por lo tanto, respondiendo la segunda pregunta, yo tengo la sensación de que el shock sobre el flujo de capital va a tender a ser más permanente que transitorio.

Miremos ahora, después de ver la regulación financiera a nivel global, qué es lo que está pasando en materia de pensiones.



Si bien los cambios más fuertes se han dado en América Latina, en particular con la nacionalización del segundo pilar de pensiones en Argentina, en los países de Europa del Este hay gran discusión y hay un amplio cuestionamiento respecto el rol de los segundos pilares. Estamos viendo casos en los que la reducción en la tasa de contribución del segundo pilar, pasan a formar parte ahora del primer pilar. Situaciones como esas se han dado en los casos de Rumania, Lituania y recién hace una semana en el caso de Estonia. En Eslovaquia se está estudiando la posibilidad de salirse del segundo pilar, de darle la opción a la gente de que vuelva al primer pilar. Se está analizando también en Croacia hacer el segundo pilar voluntario.

Algunos países están siendo un poco más proactivos en términos de mejorar la viabilidad de los primeros pilares para evitar retiros anticipados, como en el caso de Polonia, Hungría, y también está siendo considerado en Ucrania. Hay otras medidas que tienen que ver con el Sistema de Pensiones del segundo pilar, que es reducir los topes de las comisiones. En general, en Europa del Este las comisiones tienen un tope que está por ley, por regulación; en países como Polonia, Eslovaquia y Lituania están reduciendo esos topes que están muy por debajo de los niveles que existen en nuestra región.

La discusión que hoy día se vive en Europa del Este es una discusión que aún no ha llegado a América Latina y creo que tenemos que estar muy alertas a esas señales porque de alguna manera puede afectar el futuro de los

segundos pilares de aquí, en la medida que enfrentemos períodos de alta volatilidad en el precio de los activos similares a los que estamos viviendo hoy día.

¿Cuáles son las principales lecciones de la crisis? Básicamente yo estoy interesado en discutir estos seis elementos. Miremos primero los sistemas de pilares múltiples en término de la diversificación de los riesgos. El Banco Mundial desde hace mucho tiempo viene promoviendo la construcción de sistemas multipilares con un pilar cero, que es un pilar público redistributivo que es básicamente financiado a través del sistema tributario, un primer pilar que es el denominado "Pay As You Go", que por lo general es público y está relacionado con las contribuciones directas que hacen las personas.

Un segundo pilar que todos conocemos y es un sistema obligatorio que es el de capitalización individual; un tercer pilar que es de capitalización individual pero es voluntario, cuya motivación es básicamente de incentivos tributarios; y un cuarto pilar que en América Latina está mucho menos desarrollado y que en general tiene que ver con temas de hipotecas revertidas, de ingresos a partir de ventas de los inmuebles en los que las personas de mayor edad viven, etcétera.

Los Sistemas de Pensiones siguen siendo caros, la reducción de comisiones no está dando los resultados esperados. Existe todavía exceso de inversión en infraestructura de las administradoras de fondos de pensiones, vale la pena revisar esto, los sistemas que

vemos en Europa del Este son más baratos que los que existen en América Latina y en general llevan menor tiempo.

En conclusión, es importante tener en consideración al menos tres elementos: Primero, avanzar hacia esquemas de portafolios óptimos; segundo, mirar el tema de las comisiones; y tercero, mirar nuevamente el rol de las comisiones.

Muchas gracias.



El Sr. Heinz Rudolph, diserta sobre La Crisis y sus Consecuencias sobre los Sistemas Previsionales en América Latina.





SVPEN

Evolución  
y Retos  
del Sistema  
Dominicano  
de Pensiones

---

**Julio Bustamante**



## **Evolución y Retos del Sistema Dominicano de Pensiones**

---

*Exposición del Sr. Julio Bustamante  
Ex Superintendente de Pensiones de Chile*

Buenos días. Antes que nada quiero agradecer la invitación de AIOS y SIPEN para participar con ustedes en esta sesión de trabajo.

Lo que voy a comentar, es mi visión respecto de lo que está pasando en República Dominicana en cuanto a la evolución y desarrollo de su Sistema de Pensiones. En este sentido, lo que trataré de hacer es primero un análisis de las condiciones en que se dio la partida del sistema, su evolución posterior, comentando los antecedentes, informaciones y resultados que hasta este momento tenemos y posteriormente un análisis de los retos y desafíos del Sistema de Pensiones.

En primer lugar, quisiera destacar que una de las cosas importantes del Sistema Dominicano de Pensiones es que está estructurado sobre las bases de dos pilares. El primer pilar es de protección social que está dirigido a los sectores no contributivos, que son la mayoría de los trabajadores en nuestros países. Este pilar básico contempla importantes beneficios y lo razonable es pensar que los próximos años veremos cómo se aplica



y como logra satisfacer las necesidades básicas de ese importante sector de la población.

Quiero comentar que Chile, solamente hace dos años generó una reforma estableciendo un primer pilar solidario bastante amplio de protección social. En los inicios del sistema, en la década de los ochenta, solo se contempló una pensión solidaria.

El primer pilar que tiene República Dominicana es una tranquilidad, desde el punto de vista de un sistema de seguridad social con protección global, dirigida a todos los sectores de la población, no solamente a los que puedan contribuir.

Asimismo, el sistema dominicano contempla un segundo pilar, basado en un régimen contributivo obligatorio, de capitalización individual, con administración privada de los fondos y con un mecanismo de supervisión especializada como es la Superintendencia de Pensiones.

Probablemente, en la medida que el sistema se vaya desarrollando se incrementará el tercer pilar, de ahorro voluntario, donde la gente que quiere tener una mejor pensión puede ahorrar libremente en forma adicional, con incentivos tributarios u otro tipo de incentivo que contribuya a crear una pirámide de ahorro aún mayor. Yo creo que ésta es una de las virtudes del sistema dominicano en términos de su estructura base, al contar con un primer pilar básico de protección desde un comienzo.



¿Qué pasó en la partida del Sistema? Yo diría aquí dos cosas importantes en términos de reflexión. Primero el sistema parte en febrero del año 2003, en mi opinión con alto riesgo para el lanzamiento de la reforma por las circunstancias que el país vivía por la crisis financiera, devaluación, alta inflación, desequilibrio macroeconómico. Es decir, no era precisamente el momento especial ni propicio para lanzar una reforma de esta envergadura. Sin embargo, se hizo, se lanzó, y a pesar de todos estos aspectos, yo considero que lo que ocurrió fue todo un éxito si se consideran las condiciones iniciales con las que el sistema estaba partiendo.

Este éxito obedeció, en mi opinión, al programa que la nueva administración puso en marcha en términos de su política de ajuste, revalorización de activos, capitalización de bancos, autonomía del Banco Central, y un gran programa con el Fondo Monetario Internacional que fue cumplido en forma rigurosa.

Asimismo, la República Dominicana ha consolidado la regulación y control del Sistema de Pensiones, a través de una Superintendencia que está cumpliendo eficazmente su función, dando garantías y transparencia al mercado.

Lo anterior contribuyó a lo que quisiera comentar en este momento, la positiva evolución que ha tenido el Sistema Dominicano de Pensiones.



## Evolución de Afiliados

En términos de evolución de afiliados y cotizantes la situación hoy día es muy similar a lo que pasa en otros países latinoamericanos. República Dominicana tiene más de dos millones de afiliados, tomando cifras a abril del año 2009, la mitad son cotizantes. Hay una estructura prácticamente igual a lo que ocurre en otros países de nuestra región, la mitad de los trabajadores afiliados cotizan, y esto nos marca también un gran desafío hacia delante, que es ¿cómo hacemos para que esa brecha se acorte? y en definitiva tener más personas cotizando en forma regular para que el efecto en el nivel de densidad no sea el que se tiene en la actualidad.

Estos promedios son muy similares en Latinoamérica. En Chile por ejemplo, pasa exactamente lo mismo, hay siete millones de afiliados, pero cotizan regularmente tres millones y medio, lo que significa que la situación desde el punto de vista comparativo es más o menos similar.

Quisiera hacer dos comentarios adicionales respecto a este tema. En primer lugar, que prácticamente el 77% de los afiliados son trabajadores de menos de 44 años de edad. Eso marca una cosa importante, estamos hablando de una generación joven, con un horizonte de trabajo y de tiempo para hacer cotizaciones de largo plazo. Aquí estamos en presencia de una población que requiere portafolios y políticas de inversión de largo plazo.

Mi segundo comentario respecto de este tema es que, en términos de número de cotizantes, el 43% son mujeres y el 57% son hombres. A mí me ha llamado mucho la atención este aspecto. Aquí hay un fenómeno de igualdad de género y de igualdad de oportunidades de trabajo bastante interesante. Estoy hablando de gente que cotiza regularmente y cuya característica de género no se ve normalmente en otros países, donde el porcentaje de participación masculina es mucho mayor que el femenino. Aquí hay casi una situación de igualdad, y eso habla muy bien desde el punto de vista del mercado laboral y de la situación cómo se está integrando la mujer al mundo del trabajo en un país como República Dominicana.

## Densidad

El término de densidad, de acuerdo a los estudios que se han hecho por la Superintendencia de Pensiones, el mercado potencial de trabajadores contributivos llega a un poco más de dos millones de trabajadores, y en ese sentido cuando uno mira el nivel de afiliados constata que se está muy cerca de llegar al umbral que hoy día existe en cuanto al número de trabajadores que pueden cotizar en el sistema. Si lo miramos desde el punto de vista de los que definitivamente cotizan, esta lámina nos muestra lo que comentaba anteriormente, la mitad de los trabajadores afiliados está cotizando en forma regular, entre un 48% y 49% aproximadamente.



## Trasposos

Otro aspecto importante en cuanto al funcionamiento del Sistema Dominicano de Pensiones es el relacionado con el tema de los trasposos. A nivel de trasposos, no nos olvidemos que la estructura jurídica del sistema está hecha sobre la base de la posibilidad de un traspaso una vez al año. Cuando uno mira los números, se constata que el nivel de traspaso es menor al de otros sistemas de pensiones de Latinoamérica, alrededor de seis mil trasposos en toda la historia del Sistema. Esto refleja no solamente una situación de estabilidad desde el punto de vista del comportamiento de los afiliados, sino también un elemento muy importante en cuanto al manejo de la estructura de costos de comercialización del sistema.

Quiero hacer un paréntesis en relación a la experiencia que nosotros vivimos en Chile. La libertad de trasposos es positiva si los trabajadores se traspasan porque están bien informados, porque analizan los portafolios, porque el servicio en otra administradora es mejor, o porque los precios o comisiones son más bajos. Ello quiere decir que está operando la competencia y el mercado está funcionando.

Sin embargo cuando uno analiza las cifras históricas en Chile, desde el punto de vista de los trasposos, se percibe que hubo épocas en las que se llegó a más de dos millones de trasposos al año. Es decir, rotaba más de la mitad de la cartera anualmente. Ese fenómeno más bien tenía una relación con el hecho que los

vendedores o promotores traspasaban a los afiliados incentivados por una comisión que a ellos se les pagaba y en consecuencia lo único que hacía ese fenómeno era encarecer los costos de comercialización y venta.

Quiero dar sólo una cifra, en Chile llegó a haber años en los que los costos operacionales de una administradora en términos de comercialización y venta superaron el 40% del total de los gastos operacionales. Eso no resiste ningún análisis y además no tiene ningún sentido si en definitiva, como decía, no existe racionalidad en la justificación de la decisión del trabajador de traspasarse de una administradora a otra.

### Comisiones

Puede parecer -con alguna razón- que los sistemas latinoamericanos en general en materia de pensiones son caros, y probablemente sea una afirmación dura. Yo creo que hay que hacer algunas distinciones. Mi percepción es que el Sistema Dominicano no es caro. Aquí tenemos administradoras que están cobrando una comisión del 0.5% del salario. En circunstancias que en Chile es en promedio de un 1 % del salario. En consecuencia, no es un Sistema caro y parte importante de ello se explica, en mi opinión, por que los gastos de comercialización y venta no son los que existen en otros países.

### Evolución de los fondos de pensiones

Otro aspecto importante que me gustaría comentar es la evolución de los fondos de pensiones. El patrimonio

del fondo -estoy con cifras de abril 2009- está por sobre los 76 mil millones de pesos dominicanos. Es decir, cerca de dos mil cien millones de dólares aproximadamente. De las series que he analizado, se constata que el crecimiento del fondo tiene una proyección muy interesante desde el punto de vista de lo que va a ocurrir en los próximos años. Los fondos están creciendo a razón de un 14% al año.

### **Fondo de pensiones y su relación con el PIB**

Todos sabemos que los fondos crecen por los aportes de los trabajadores y por la rentabilidad que el fondo está teniendo. Hay que reconocer que el aporte de los trabajadores influye fuertemente en el crecimiento del fondo. Cuando inician las cotizaciones al sistema en el año 2003, el salario promedio cotizable era de 200 dólares y hoy día ya estamos sobre los 400. Este aumento va reflejando que el fondo tiene proyecciones de crecimiento muy importantes, de mantener el nivel de crecimiento que tiene en términos porcentuales nos vamos a dar cuenta, como lo veremos posteriormente en el tamaño del fondo en relación al PIB, que las proyecciones indican que aquí hay un nivel de crecimiento mucho mayor que el que se ha visto históricamente en otros países desde el punto de vista anual.

Cuando uno va a Estados Unidos y dice "el fondo es de 2 mil cien millones de dólares", parece una cifra menor, pero cuando uno lo compara con el PIB de

República Dominicana, este monto tiene la significación y la relevancia que esto amerita. Hoy día el nivel de acumulación del fondo representa prácticamente el 4.9% o el 5% del PIB del país, cada tres años se está duplicando y espero, según las proyecciones que hemos hecho, que en el año 2012 los fondos de pensiones representen el 10% del PIB de República Dominicana y en el 2015 el 15% del PIB. Esto nos va indicando que aquí estamos en presencia de un nivel de acumulación de ahorro de mucha relevancia para el sistema y para el país.

Otro dato importante que quisiera destacar, es que si miramos la composición de la cartera, prácticamente el 83% de los fondos están concentrados en tres tipos de instrumentos: papeles del Banco Central, papeles de bancos y de las Asociaciones de Ahorros y Préstamos. Esto refleja un tema de concentración que es importante analizarlo desde el punto de vista de la necesidad de diversificación que voy a comentar más adelante.

Quisiera hacer un análisis, en materia de papeles estatales. Se está muy cerca del límite de 40% que la Ley establece, y se veía recién una lámina del promedio a nivel latinoamericano de inversiones de los fondos de pensiones en papeles públicos, el cual es un poco inferior al 70% del total del portafolio.

Como consecuencia de la crisis que estamos viviendo, muchos fondos de pensiones han vuelto a refugiarse en papeles estatales y ahí hay un tema que solamente quisiera dejar planteado, pero que refleja también una necesidad importante, un reto y desafío hacia delante que es cómo diversificamos esa cartera.



## Retos y desafíos

Todos esos señores y señoras que ven en la lámina, son personas que tienen más de 63 años, y están activamente trabajando, activamente operando y ese es el gran tema del futuro. Uno de los grandes cambios que vamos a enfrentar, es el cambio demográfico, donde las expectativas de vida aumentan. En consecuencia lo que ocurre hacia delante es que tenemos que considerar que necesitaremos más recursos para pagar pensiones por más largo tiempo porque la gente está viviendo más. Ese es un tema que tenemos que enfrentar hoy día.

Este es un punto clave para los efectos de definir retos, desafíos y políticas hacia adelante, porque este es uno de los cambios fundamentales que hay que considerar. ¿En este sentido qué es lo que ocurre? Si la realidad es que la gente está viviendo más, lo que vamos a tener que hacer es acumular más recursos para los efectos de poder pagar esas futuras pensiones.

Aunque uno podría decir que también puede haber otras soluciones. Una solución podría ser subir la edad de jubilaciones. Entonces, dado que tenemos que acumular más recursos, nos jubilamos a los 60, a los 65 años o a los 70. Algunos países de Europa ya lo están haciendo. Claramente tomar una medida de ese tipo, por lo menos en nuestra región, es bastante impopular, no es fácil para cualquier gobierno tomar medidas de aumento de la edad para acceder al beneficio de pensionarse.



Quiero hacer un paréntesis, en Chile, en los últimos dos años, en la reforma que se hizo, se discutió públicamente el tema de aumentar la edad de jubilación de la mujer, de 60 años a los 65 años, lo cual no prosperó. Yo esa idea, por ahora, la descarto; no es, en términos actuales, "políticamente correcto".

Otra medida para aumentar los recursos, dado el aumento de las expectativas de vida es aumentar la cotización. Si se está cotizando un 8% del salario, subámoslo a un 10% o a un 12%. Actuarialmente uno hace los cálculos y se da cuenta que podría funcionar. Pero también es una medida bastante impopular, desde el punto de vista político y del mercado de trabajo. Aumenta los costos de la fuerza laboral, la gente recibe menos recursos en sus bolsillos, o sea, es poco popular y con efectos regresivos en el empleo.

Entonces, ¿cómo aumentamos los ahorros? ¿Cómo hacemos que este fondo sea mayor y la gente pueda ahorrar más? ¿Qué lo hagan en forma voluntaria, o procuramos que los administradores manejen estos portafolios de manera más eficiente para dar mejor rentabilidad a esos recursos?

Quiero hacer un breve comentario. Estudios que nosotros hemos hecho respecto de una situación de administración de fondos en régimen, nos indican que prácticamente el 50% del total del saldo que tiene una persona al momento de pensionarse corresponde a la rentabilidad que le han dado los fondos, sólo el 50% corresponde a los aportes que él hizo durante su vida laboral.



Voy a plantear, para el futuro inmediato, cuatro retos muy importantes:

En primer lugar, el tema de la necesidad de la diversificación de las inversiones. Ya hemos comentado lo que el gobierno está haciendo en esta materia y los planes que se están implementando, a nivel nacional respecto de eso.

En segundo lugar, la necesidad de desarrollar instrumentos para aumentar la cobertura, para que ese grupo de trabajadores que no cotizan regularmente se incorpore a este sistema cotizando habitualmente. Y esto requiere de procesos, requiere de incentivo tributario, de resolver aspectos administrativos, de bajar barreras desde el punto de vista operacional, de back-office, de costos, etcétera, que apunten a aumentar naturalmente el número de trabajadores que coticen regularmente.

En tercer lugar, para mí un punto muy importante en este país es seguir profundizando el mercado de valores. Yo soy un convencido que pese que uno quisiera blindar los sistemas de pensiones, y uno pudiera armar toda una estructura jurídica e institucional para los efectos de blindarlos muy bien, los sistemas de pensiones están insertos en la realidad de un país y se ajustan a su realidad económica, macroeconómica, financiera y política. No pueden estar ajenos a eso.

Si en definitiva hay crisis mundial, la crisis va a afectar los fondos de pensiones, y a pesar, insisto, de que podamos



blindarlos, no van a quedar inmunes. En consecuencia debemos profundizar nuestro mercado de valores, generando políticas que contribuyan a dar credibilidad y confianza a dicho mercado.

En cuarto lugar, debemos fortalecer todos los procesos de regulación y transparencia, uniformando la información y generando mecanismos de supervisión y de control que apunten básicamente a tener mercados desarrollados que permitan tomar adecuadas decisiones.

Sobre la base de esos cuatro retos que he planteado en la lámina anterior quisiera decir, que lo que se debe analizar es cómo generamos el proceso de diversificación de las inversiones sobre la base de tener una regulación que, siendo flexible, cubra los riesgos y las contingencias que en este aspecto se van generando producto del desarrollo de las economías locales. En ese aspecto, creo que hay un punto muy importante. La diversificación de cartera genera un círculo virtuoso, al haber más alternativas de inversión, se desconcentran los portafolios, hay más seguridad, hay mejor rentabilidad y más desarrollo financiero, todo eso en definitiva en beneficio del país y de los fondos de pensiones.

La práctica internacional explica eso y comprueba lo que estoy comentando, hay un círculo virtuoso entre el desarrollo de los mercados financieros, los mercados de valores y el desarrollo de los sistemas de pensiones, y por ende el desarrollo y crecimiento general del país. La experiencia de Chile, por ejemplo, refleja claramente lo indicado. Antes de la reforma del sistema de pensiones,

Chile era un país que no tenía mercado de valores, que no tenía un nivel de desarrollo desde el punto de vista de la acumulación de ahorros como la que tiene, y cuando uno analiza lo que ocurrió después de ciertos años, se da cuenta que algo pasó en ese intertanto y lo que pasó fue el surgimiento de los fondos de pensiones. En definitiva, hoy día uno puede analizar que esa ha sido, por lo menos en nuestro país, una de las reformas económico-social más importantes que se han hecho en los últimos treinta años.

En términos de medidas específicas, se necesita desarrollar instrumentos hipotecarios, pero desarrollarlos en términos de su implementación práctica. Yo reconozco que esto ya está estructurado desde el punto de vista normativo. Lo que ocurre ahora es que hay que ponerse a trabajar y hay que poner manos a la obra. ¿Qué significa eso? Desarrollar lo que institucionalmente está establecido y ponerlo en práctica para que eso se transforme en una realidad.

Otra línea de acción en esta dirección es la emisión de instrumentos del Estado, a través del Banco Central, entidad autónoma desde donde podemos esperar instrumentos de largo plazo, que estén indexados a la inflación y al tipo de cambio, pero que en definitiva satisfagan las necesidades de rentabilidad y de seguridad que los fondos de pensiones requieren. Asimismo, la emisión de certificados del Banco Central ayudará a la profundización del mercado secundario de títulos del gobierno. Igualmente es necesario desarrollar

instrumentos para financiar capital de riesgo de medianas empresas a través de inversión con mecanismos de garantía recíproca o garantizada a través de los propios activos. La emisión de instrumentos para financiar obras de infraestructura, también va en la dirección de lo que estamos señalando.

Finalmente, no debemos olvidar que los fondos de pensiones son inversionistas de largo plazo que van a pagar pensiones en 40 o 30 años más y en consecuencia necesitan instrumentos que estén en esa lógica.

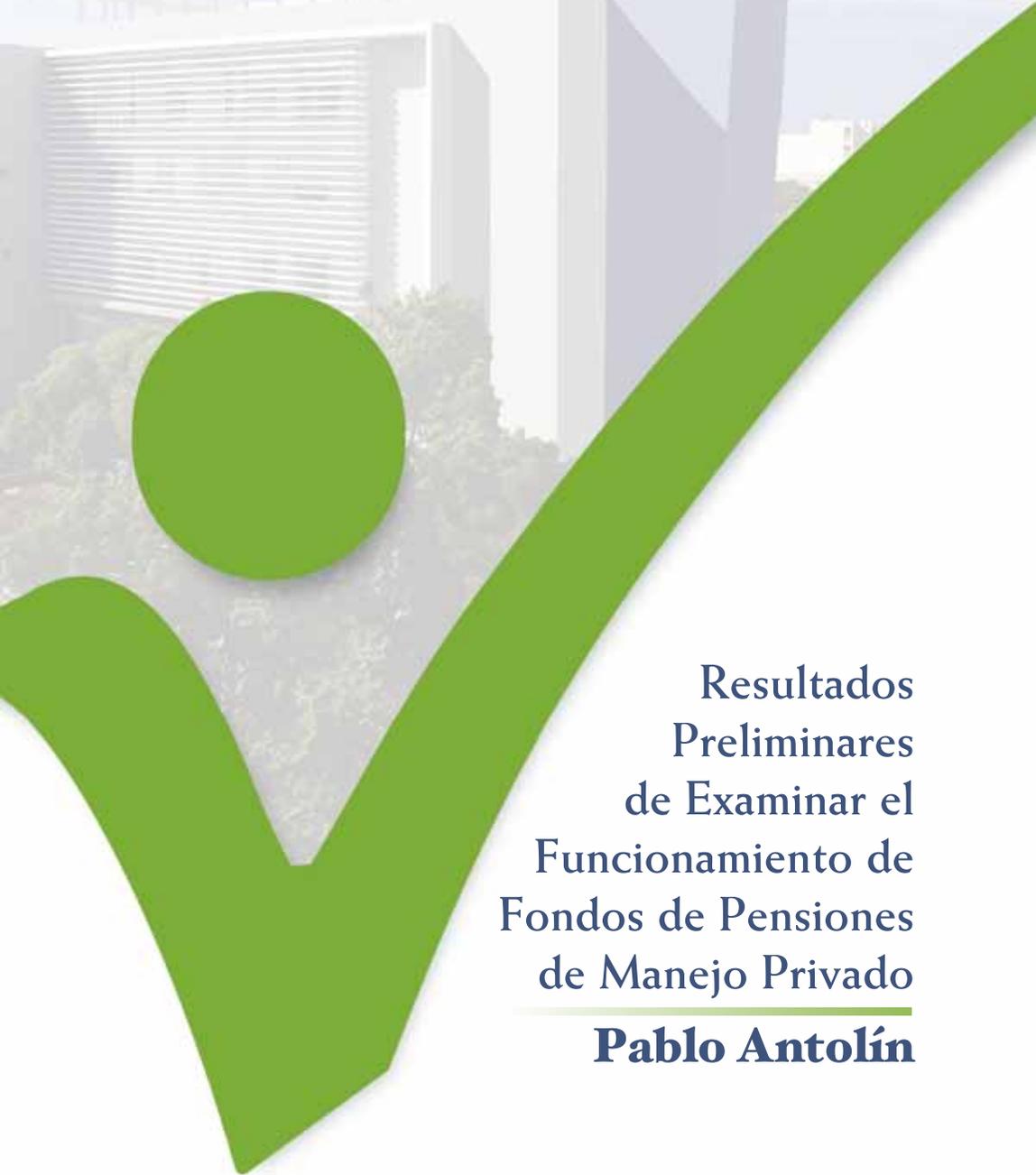
Muchas gracias



El Sr. Julio Bustamante, ex Superintendente de Pensiones de Chile, diserta sobre la Evolución y Retos del Sistema Dominicano de Pensiones.



SVPEN



Resultados  
Preliminares  
de Examinar el  
Funcionamiento de  
Fondos de Pensiones  
de Manejo Privado

**Pablo Antolín**



## **Resultados Preliminares de Examinar el Funcionamiento de Fondos de Pensiones de Manejo Privado<sup>1</sup>**

---

*Exposición del Sr. Pablo Antolín  
Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico  
(OCDE)*

Este trabajo es el resultado de una colaboración entre el Banco Mundial y la OCDE. El trabajo realiza un análisis comparativo de los rendimientos de los fondos de pensiones de manejo privado en varios países de Latinoamérica, de Europa Central y del Este y de un número de países determinados de la OCDE. Las instituciones colaboradoras en este trabajo son el Banco BBVA, el Banco ING y la Asociación de Fondos de Pensiones en Holanda.

Este estudio comprende dos partes diferenciadas. En una primera parte lo que intentamos hacer es un análisis preliminar en los que se describen los diferentes sistemas de pensiones de los países analizados, ofrecen los datos de los que se disponen para analizar el rendimiento de la rentabilidad de nuestros sistemas y los problemas que estos datos presentan, además de realizar un análisis de los rendimientos de inversión utilizando las técnicas tradicionales como los ratios de Sharpe.

---

1. Los gráficos y cuadros a los cuales se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.

En una segunda parte del trabajo se intenta desarrollar portafolios o carteras de referencia de largo plazo que tengan en cuenta los distintos objetivos del sistema de pensiones, y que al mismo tiempo permitan realizar una comparación internacional, una comparación de rentabilidades o rendimientos entre los distintos países.

Así pues, en la primera parte del estudio se describen los fondos de pensiones de los países analizados y el marco regulatorio en el que dichos países funcionan. Seguidamente, se comparan en base a los activos totales con la colocación de dichos activos y también se describen los diferentes métodos utilizados en cada país para evaluarlos y reportar los retornos de estas inversiones.

En segundo lugar, miramos a los datos que existen y los problemas potenciales con estos datos de rentabilidades, y, decir primero, que son datos que se proporcionan por los fondos de pensiones y los organismos reguladores de los distintos países y están disponibles.

En tercer lugar, realizamos una evaluación preliminar de los rendimientos de inversión en los distintos países y para ello utilizamos medidas estándares de rentabilidad o de rendimiento financiero ajustadas por riesgos. En particular utilizamos el ratio de Sharpe y el análisis de atribución.

En cuarto lugar, realizamos una comparación ex-post de los rendimientos de inversión o rentabilidades de los fondos de pensiones ajustados por riesgos.



Y en quinto lugar, realizamos un análisis económico de las diferencias de rentabilidades de los fondos de pensiones de los distintos países.

En relación al segundo apartado de este trabajo, en el cual se intentan diseñar marcos de referencia globales para analizar las rentabilidades entre países, el sexto punto del trabajo es la elección de carteras y garantías mínimas. El séptimo punto es el riesgo de capital humano, los objetivos con respecto a las tasas de reemplazo y el nivel de pensiones que se puede considerar adecuadas son necesarios a la hora de evaluar correctamente el funcionamiento y el rendimiento de los fondos de pensiones de manejo privado.

En octavo lugar, hablaremos del enfoque del ciclo vital para evaluar el funcionamiento y rendimiento de los fondos de pensiones.

Y finalmente, tenemos unas conclusiones preliminares y unas recomendaciones que en estos momentos son preliminares pero que podemos discutir hoy aquí.

En la primera parte, se analizan los fondos de pensiones, de los distintos países de Latinoamérica, Europa Central y del Este, y de la OCDE, y los miramos o los analizamos en base a la clasificación si son obligatorios o voluntarios, de prestación o contribución definida.

Luego miramos al marco regulatorio, las principales características de los países de la OCDE es que tienen

poca restricción en los mecanismos de inversión, y en los países de Europa Central y del Este y en Latinoamérica hay más restricciones, pero hay bastante variabilidad de los países. Miramos también los activos totales, su colocación y obviamente aquellos países en que los fondos de pensiones privados tienen una longevidad de mayor tiempo porque se pusieron en práctica hace varias décadas, pues tienen un porcentaje de activos sobre el Producto Interno Bruto mayor. El único país de Latinoamérica que está bastante cercano a los países de la OCDE es Chile porque introdujo estos planes de pensiones mucho antes.

Y luego un apartado que es muy importante, con los datos tal y como los tenemos, no es correcto comparar el binomio rendimiento o rentabilidad-riesgo entre los países. O sea, los datos con que disponemos no nos permiten hacer este tipo de comparaciones. ¿Por qué? Bueno, estos datos, como he dicho, están disponibles a través de los fondos de pensiones reguladores, sufren de muchos sesgos y complican la comparación entre los países. Lo que estoy diciendo es que los datos no son los ideales para comparar entre países

Dentro de un país no hay problemas, pero entre países es bastante complicado porque hay diferentes metodologías de evaluación dentro de los distintos países, hay diferencias en los gastos de inversión en los distintos países, hay bastante dificultades para obtener los costes y las comisiones desagregadas entre los distintos componentes de promoción, de administración

de inversión y otros; y hay diferentes marcos legales con diferentes restricciones a la inversión en los distintos países.

Además hay algo muy importante, lo voy a explicar sucintamente, pero hay sesgos en los datos tales como se proporcionan distintos de estos problemas. Estos sesgos son: ponderaciones agregadas retardadas. Esto lo que quiere decir es que básicamente cuando te dan los datos de retorno de un país se utilizan los pesos de los distintos fondos de pensiones al final del período, pero estos no tiene en cuenta que hay fondos que han tenido éxito y hay fondos que no han tenido éxito durante el periodo y los pesos son distintos al principio y al final, por consiguiente, utilizando los pesos sólo al final crea un sesgo.

También se utilizan ponderaciones de los valores medios compartidos, esto está relacionado. Muchas veces para solucionar problemas se utiliza el peso medio pero no es completamente correcto; uno tendría que introducir los pesos dinámicamente y reducir los períodos de cálculo a un día o un mes y luego agregarlos pero con pesos dinámicos en el tiempo.

También se proporcionan los datos con carteras sincronizadas solapadas, y en realidad debería de proporcionarse no solapadas o se debería proporcionar de forma que uno pudiera hacer los cálculos solapados o no solapados, y es necesario que haya una separación de la composición de la cartera de los portafolios entre

los diferentes tipos de activos que en estos momentos en muchos países, tanto de la OCDE como de Latinoamérica y de Europa Central y del Este no lo hay.

Y luego está el sesgo de supervivencia que está relacionado con el primero, que es el primero pero en el extremo, es decir, aquellos fondos que existían a principios del período pero que, por razones del mercado, han desaparecido al final del mismo y no se tienen en cuenta a la hora de calcular los retornos, lo que sesga hacia arriba los retornos del sistema durante el período utilizado.

Todos estos problemas son los que justifican que no se pueden utilizar los retornos y la variabilidad de éstos para analizar y para comparar los rendimientos de los fondos de pensiones privados en los distintos países.

¿Qué fue lo que hicimos teniendo en cuenta todos estos problemas? Primero, intentamos calcular el ratio de Sharpe. Utilizamos el ratio de Sharpe para calcular teniendo en cuenta los activos sin riesgos tanto a corto y largo plazo como domésticos y extranjeros, entonces ¿cómo se soluciona aquí un poco el problema? Pues lo que se compara es el rendimiento de los fondos de pensiones dentro del país con respecto a un marco de referencia dentro del país y entonces se compara si un país ha añadido valor o no con respecto a los activos sin riesgo a corto o largo plazo, pero no se compara a nivel internacional se puede decir que uno ha añadido más que otro a nivel internacional pero no es una comparación directa, sino indirecta.



También hacemos un análisis de atribución de Sharpe. El resultado básicamente de este ejercicio es que los fondos de pensiones obtuvieron una prima de riesgo positiva, es decir, que han añadido valor, pero, han añadido valor, con respecto a los instrumentos a corto plazo, tanto domésticos como extranjeros. Sólo en algunos países como Hungría, también ha añadido valor con respecto a los instrumentos a largo plazo.

El segundo, tipo de análisis que intentamos hacer para comparar la rentabilidad de los fondos de pensiones fue conseguir datos, ex-post. Vamos a ver como se comparan los retornos de cada país pero utilizando como marco de referencia el portafolio que hubiera obtenido los mejores retornos o las mejores rentabilidades ex-post, pero que tenga el mismo nivel de riesgo que el portafolio que los fondos de pensiones han tenido durante el período en cuestión. Y esto se hace tanto en caso de que haya restricciones de inversión como en el caso de que no haya restricciones de inversión.

Entonces, obviamente si se compara con el mejor portafolio los fondos de pensiones han obtenido un menor rendimiento que el mejor portafolio, pero lo que es importante aquí es que la diferencia no es por mucho y uno puede comparar las diferencias a través de los países. Eso nos permite solventar en cierta medida los problemas de los que estábamos hablando anteriormente.

Igualmente parece ser que en muchos países las restricciones de inversión son vinculantes ya que

las carteras que ha tenido un mayor rendimiento ex-post, son carteras que tienen un alto porcentaje de bonos domésticos, esto se explica por cuestiones macroeconómicas de los distintos países que si luego queremos discutir, podemos discutir, pero por cuestiones de tiempo prefiero continuar.

El tercer análisis que hicimos para intentar comparar los rendimientos fue un análisis de "cross-country". Le sigo llamando así porque no he encontrado una traducción que a mí me gustara en español. Básicamente esto se basa en que hemos visto en el análisis de distintos sistemas en los distintos países, pues hay una gran heterogeneidad de rentabilidades de rendimiento, heterogeneidad de regímenes regulatorios y también hay una gran heterogeneidad en muchos otros aspectos que nos permiten explorar cuál es el impacto en las rentabilidades. Entonces, hacemos esto mediante unas técnicas de datos panel. De 1990 al 2007 tenemos 27 países. Aunque hay que tener en cuenta que esto no es un panel equilibrado, no tenemos datos de todos los países para todo el periodo, no utilizamos un modelo dinámico por problemas de datos, se utilizan técnicas de coeficientes aleatorios y las variables que intentamos explicar son la variable de rentabilidad ratios de Sharpe y la desviación estándar.

¿Con este análisis qué obtenemos? Pues obtenemos básicamente que los rendimientos de los fondos de pensiones estén positivamente correlacionados con el grado de madurez del sistema, el grado de competición

del sistema, el tamaño de la industria de fondos de pensiones, y estas son variables que están medidas por la edad, los activos manejados por la industria, el nivel de concentración en la industria, es decir, el número de fondos que hay en cada país.

Igualmente se obtiene que el aspecto de si el sistema privado de pensiones es obligatorio o es voluntario, no parezca ser que tenga un impacto en la rentabilidad, al menos un impacto que sea estadísticamente significativo. Y en tercer lugar, que los planes ocupacionales presentan mejores rentabilidades que los planes personales; esto no quiere decir que los planes de contribución definida, como existen en los países de Latinoamérica y Europa Central y del Este, sean peores que los ocupacionales tipos de la OCDE, de prestación definida, porque en este sentido, los planes de contribución definida que están relacionados con la actividad laboral se clasifican como planes ocupacionales. Son los que no están relacionados con la actividad laboral los que se clasifican como planes personales.

Los rendimientos de los fondos de pensiones son mayores en aquellos países en los que la protección de los inversores, o en los que las normas de protección de los inversores son mayores. Sin embargo, uno tiene que tener en cuenta ciertas advertencias a la hora de generalizar los resultados de este análisis de "cross-country" porque como he dicho el tamaño de la muestra es limitado, no incorpora el largo plazo.

El objetivo implícito del pilar privado, dentro del objetivo global de sistemas de pensiones, de incluir el diseño de la transición de la fase de acumulación a la fase de desacumulación, no es lo mismo si son rentas vitalicias que retiros programados o combinaciones, y también deben tener en cuenta el tema de los cambios temporales del capital humano.

Adicionalmente, una solución hipotética ideal es una referencia para cada miembro del sistema que reflejase las circunstancias personales y además que ésta se ajustara anualmente conforme cambian las condiciones. Desafortunadamente desde el punto de vista práctico es imposible, además de todo el tipo de información que esto requiere sería demasiado difícil de procesar.

La alternativa factible es establecer un conjunto limitado de referencias que estén alineadas con la construcción de la cartera, el ciclo vital y las opciones por defecto para distintos niveles de edades. De nuevo, las dimensiones importantes a tener en cuenta son la edad, la ocupación, el nivel de renta y el nivel de tolerancia al riesgo.

Puntos para el diseño de estos marcos de referencias que nos permitan evaluar los rendimientos de los fondos de pensiones privados entre los distintos países.

- Definición explícita del objetivo principal del Sistema de Pensiones y del papel que juegan en el Sistema los fondos de pensiones privados.



- Consideración de qué niveles son aceptables (y esto va a variar por países o por individuos), los niveles rentables de variación y los límites mínimos de renta objetivo del sistema.
- Evaluación de las pautas salariales y su impacto, así como el de las condiciones macroeconómicas, en los salarios y en la cobertura de los fondos de pensiones.
- Estimación de la correlación entre los activos financieros permitidos y las características personales de los miembros (e.j. edad, nivel educativo, de renta y cualificación).
- Definir referencias para las principales clases de activos.
- Estimación de las carteras óptimas y publicación de medidas de rentabilidad. Esto permitirá a los miembros de los fondos de pensiones tomar decisiones (si está permitido) con conocimiento y guiar las acciones de los supervisores.

Entre las conclusiones preliminares tenemos:

- Establecer varios marcos de referencia: ciclo vital, bonos indexados a la inflación, o mejor incluso, rentas vitalicias indexadas a la inflación (LR). En este contexto, los reguladores pueden analizar cómo los fondos de pensiones se comportan con respecto a estos marcos de referencia.



- Una estrategia segura de ciclo vital es aquella que se asemeja al sistema público: renta vitalicia indexada a la inflación. El equivalente en el mercado es un contrato de renta vitalicia real diferida a cierta edad.
- La estrategia segura podría ser un TIPS de cupón cero (Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América protegidos contra la inflación), instrumento que expira en la fecha objetivo.
- Las medidas de Sharpe son útiles, pero para medir si los fondos de pensiones han añadido valor con respecto a bonos a corto y largo.
- Incluir el capital humano a la hora de diseñar los marcos de referencia: salarios inciertos son en realidad los que van a determinar cuánto la gente ahorre para financiar su jubilación.
- Necesidad de proporcionar los datos de rentabilidad de manera más desagregada para poder controlar por los sesgos.
- Existe una necesidad imperiosa de difundir los datos de costes y comisiones desagregados para así poder analizar los retornos netos de costes de inversión.

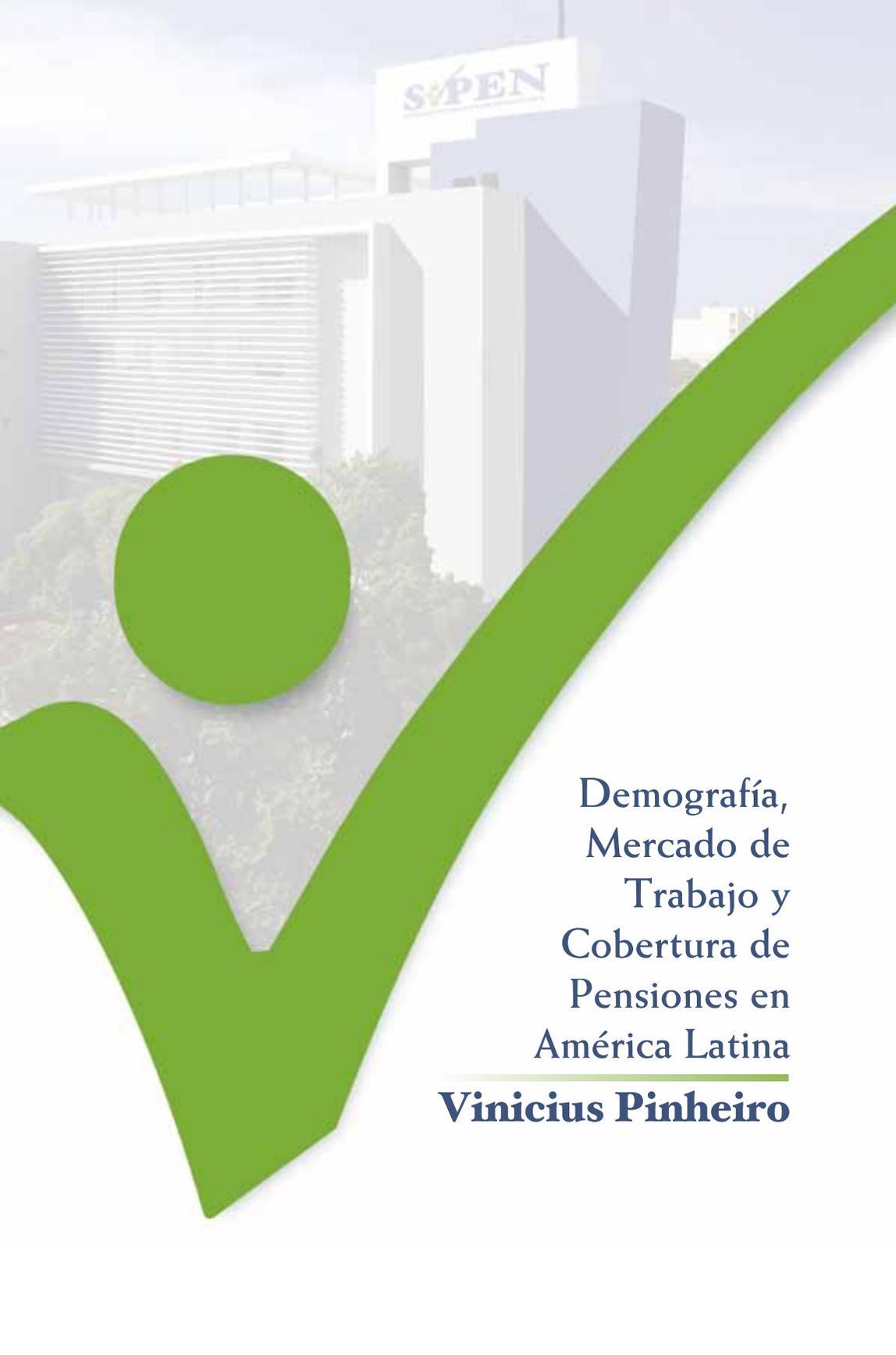
Muchas gracias.





El Sr. Pablo Antolín de la OCDE, expone sobre los Resultados Preliminares de Examinar el Funcionamiento de Fondos de Pensiones de Manejo Privado.





SVPEN

Demografía,  
Mercado de  
Trabajo y  
Cobertura de  
Pensiones en  
América Latina

---

**Vinicius Pinheiro**



## **Demografía, Mercado de Trabajo y Cobertura de Pensiones en América Latina<sup>1</sup>**

---

*Exposición del Sr. Vinicius Pinheiro  
Organización Internacional del Trabajo (OIT)*

Buenas tardes. Quisiera agradecer al señor Javier Cascante por la invitación y a la señora Persia Alvarez por la hospitalidad.

Mi idea es presentarles de manera muy breve tres puntos. El primero es la tendencia demográfica en América Latina, el segundo son las tendencias en el mercado de trabajo a la luz de la crisis económica, y por último, el tema de la cobertura, incluyendo políticas para aumentarlas.

Cuando uno habla de tendencias demográficas habla por lo menos de cien años, entonces lo que yo hice para preparar esta ponencia fue recorrer en nuestra base de datos de las Naciones Unidas los datos demográficos para los países del AIOS y compararlos con los de algunos países que son latino-europeos, que son latinos no americanos, en este caso puse el caso de Italia, Francia y España.

---

1. Los gráficos y cuadros a los cuales se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.

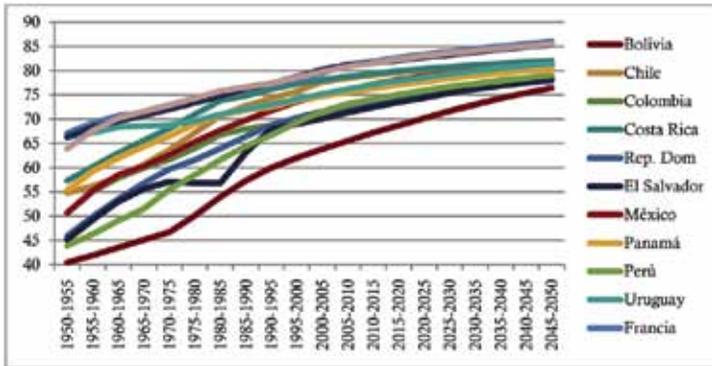
Al analizar este proceso experimentado en la tasa de fertilidad que es cuanto, cada mujer tiene en número de hijos en su edad fértil, es que lo que pasó en los países latinoamericanos fue una caída muy brusca. Al inicio de la década de 1950 una mujer de estos países tenía un promedio de siete hijos o seis hijos en su edad reproductiva y lo que vemos ahora es tienen promedio de dos o tres, y es aquí donde convergen con los países de Europa.

Lo que pasa, y este es un mensaje muy importante cuando comparamos América Latina con Europa, es que Europa tardó cien años para lograr o para llegar a esta tasa de fertilidad, América Latina lo hizo en sólo cincuenta años. Claro, esto tiene que ver mucho con los avances tecnológicos, los métodos anticonceptivos, los cambios culturales, la inserción de la mujer al trabajo, y así una serie de aspectos que explican la velocidad de la reducción de las tasas de fertilidad.

Por otro lado, vemos también un aumento muy acelerado de la esperanza de vida al nacer, y de nuevo se comparan estos países de América Latina con los latino-europeos, lo que vemos es, por ejemplo en el caso de Bolivia que es la que tenía la tasa de esperanza de vida más baja en los años 50, y en cien años tenemos una tasa casi duplicada. Claro que la combinación de la reducción de la tasa de fertilidad con aumento de la esperanza de vida son justamente las fuerzas motoras del envejecimiento poblacional. Naturalmente, mientras nacen menos y viven más hacen que la población se

queden más envejecidas, y eso está muy claro como pueden ver en la gráfica.

### Esperanza de vida al nacer, en países seleccionados de Europa y Latinoamérica (en años) (1950-2050)



Como pueden ver también, a partir del año 2010 y 2015 se cambia la curva y lo que observamos es un ascenso muy fuerte de envejecimiento, la población con más de 60 años aumenta de un 5%, como estaba en la década de 1950, a un 25%, que es casi una quintuplicación del grueso de personas con más de 60 años. Por lo tanto esto tiene implicaciones en cuanto a políticas públicas, no solamente de pensiones sino también de salud.

La tasa de dependencia que es justamente la relación entre la población con más de 65 años y la población entre 15 y 64 años, la población en edad activa, también tiende a deteriorarse de forma muy brusca a partir de los años 2010 y 2015.

El último indicador que creo muy importante y que tiene también impacto sobre el Sistema de Pensiones

en particular, es la tasa de migración neta. En este caso también tomé los países miembros de AIOS, y lo que verificamos es que hay una estabilidad muy grande, la tasa de migración es muy sujeta a circunstancias de corto plazo que tienen que ver con crisis económicas, con desastres y con guerras. Por ejemplo, en el caso de El Salvador en el año 2005 las migraciones llegaron al 10% de la población. Claro que esto crea impacto también en los sistemas previsionales. Así en El Salvador como en Costa Rica, que para este año llegó al 5% de la población. Estos indicadores son muy difíciles de predecir porque uno no sabe qué va a pasar en términos de estabilidad política, en términos de estabilidad económica, en términos de desastres naturales, en términos de guerras. Entonces es muy difícil realizar un análisis actuarial para este punto.

Los puntos más importantes de los indicadores demográficos que estamos viendo, primero es que estamos experimentando en América Latina un acelerado proceso de envejecimiento demográfico y este es el resultado de las tasas de fertilidad. Nosotros en América Latina tardamos 50 años en hacer lo que Europa tardó 100 años, el proceso fue mucho más veloz. Eso quiere decir que tenemos menos tiempo para prepararnos para este evento.

A partir del 2010 ó 2015 las superintendencias van a tener muy poco tiempo para ajustarse. Todos sabemos que para ajustar los sistemas de pensiones, los sistemas de bienestar se necesita tiempo y discusión, y esto es lo

que tuvieron los europeos, ellos durante mucho tiempo estuvieron experimentando un proceso demográfico y arduamente se fueron ajustando a este tema. También, puede ser que no tengamos un aumento muy grande o muy expresivo del ingreso per cápita.

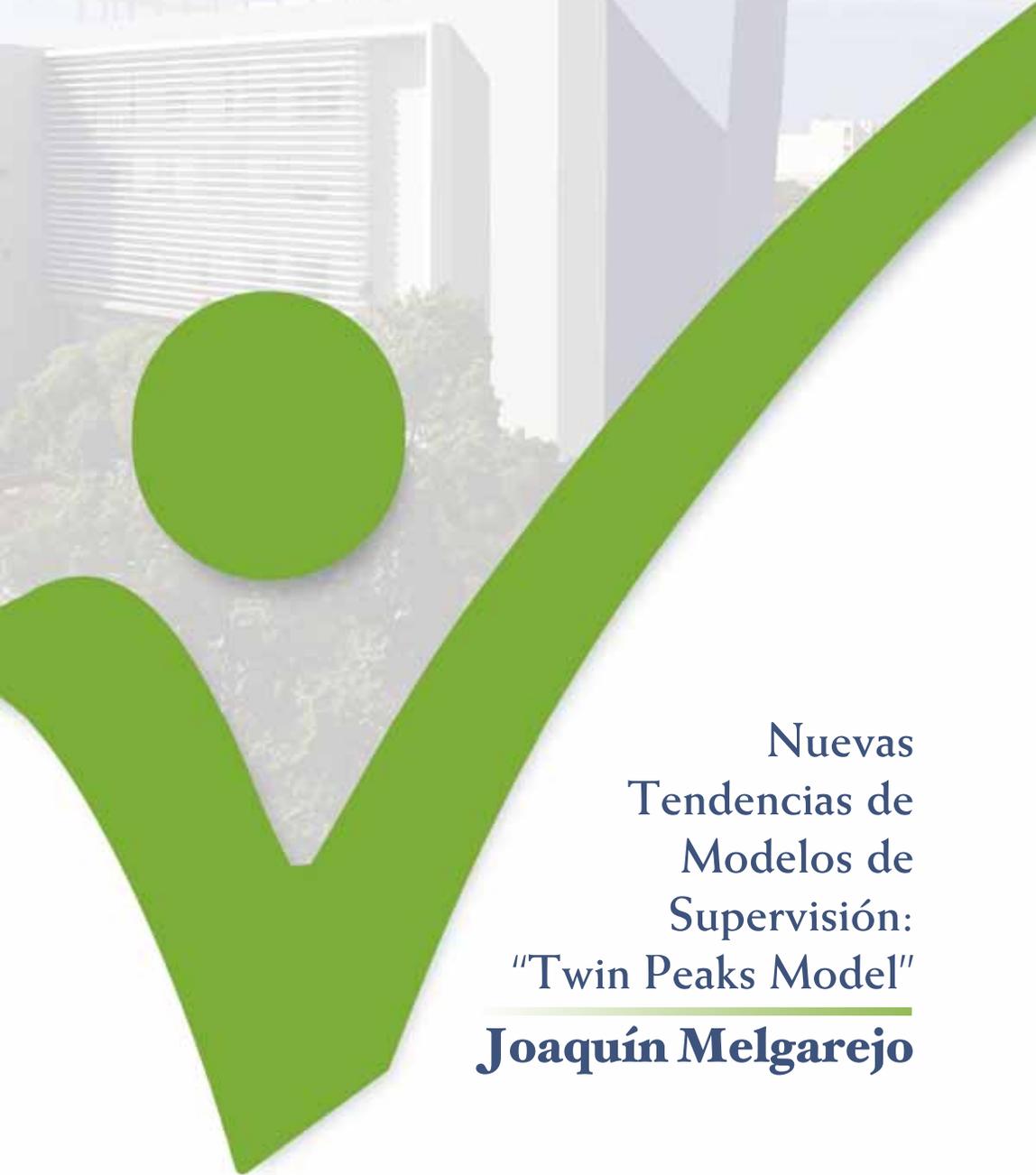
Hemos intentando entender los determinantes en las coberturas de la seguridad social en América Latina y hallamos tres niveles de explicación. Uno es el nivel de ingreso y su distribución; otro es su estructura económica y de empleo; y el último es el diseño institucional del sistema. Estos son los tres órdenes variables que explican la cobertura en América Latina.



El Sr. Vinicius Pinheiro de la OIT, diserta sobre la Demografía, Mercado de Trabajo y Cobertura de Pensiones en América Latina.



SVPEN



Nuevas  
Tendencias de  
Modelos de  
Supervisión:  
"Twin Peaks Model"

**Joaquín Melgarejo**



## Nuevas Tendencias de Modelos de Supervisión: "Twin Peaks Model"<sup>1</sup>

---

*Exposición del Sr. Joaquín Melgarejo  
Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones,  
Ministerio Economía y Hacienda, España*

Como dice el refrán "es de bien nacidos ser agradecidos"; quiero dar las gracias por permitirme estar con ustedes en este "pedacito de cielo", así como a AIOS y a la Superintendencia Dominicana por haberme convidado, especialmente a Doña Persia Alvarez y Don Javier Cascante.

Me proponen que les hable de un modelo de supervisión que se está pensando en instaurar en España conocido como modelo funcional e internacionalmente como "Twin Peaks", pero todo lo que les diga sobre ello, son reflexiones a título personal y en cualquier caso, se trata de un proyecto que no ha visto la luz todavía ni en forma de borrador.

Lo primero que me interesa es poner de manifiesto ciertas ideas para asegurarme de que hablamos en términos similares; por lo que he oído esta mañana la clasificación de los pilares comentada a lo largo de la Jornada no responde con la que se utiliza en la Unión Europea.

---

1. Los gráficos y cuadros a los cuales se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.

Mejor dicho, para hablar con propiedad con la incorporación de los países del Este a la Unión Europea se ha producido un debate fruto de que tradicionalmente los 14 ó 15 países miembros usaban la denominada clasificación propiciada por la Universidad de Lovaina – tres pilares- mientras que dados sus vínculos financieros, los nuevos países miembros de la UE se han decantado por la clasificación de pilares propuesta por el Banco Mundial –hasta 5 pilares-.

No es un problema teórico o de laboratorio ya que integrar en un pilar u otro a los profesionales liberales, a los autónomos, entre otros, genera efectos sobre la fiscalidad, las aportaciones a los sistemas obligatorios y voluntarios.

Otro elemento que con carácter previo es preciso remarcar hace referencia a algo de que los europeos nos sentimos muy orgullosos y que no es otra cosa que lo que denominamos "Estado de Bienestar" o "*Welfare State*". Todo nacional de estos 14 países tiene educación, sanidad y una pensión financiada por el Estado.

En materia de pensiones de jubilación en la Unión Europea tenemos un sistema universal, solidario y fundamentalmente basado en un sistema de reparto; no obstante, hay distintas sensibilidades entre países. En el país más rico de Europa, Alemania, el sistema privado de pensiones no representa una cantidad relevante de su Producto Interno Bruto –PIB-, lo que se explica por la generosidad del primer pilar –tiene una tasa de sustitución próxima al 90%-; igual ocurre con España, Francia, entre otros.



Frente a eso, el primer pilar en otros países como por ejemplo, Reino Unido o Países Bajos, presenta tasas de sustitución del último salario próximas al 30%, y por tanto, los sistemas privados tienen mucha importancia, representando cifras cercanas al 100 % del PIB o incluso mayores.

En la medida en que la importancia del pilar público –primer pilar- es distinta en los países miembros de la Unión Europea, también lo son las pensiones privadas – El segundo y tercer pilar, tanto por construcción como por importancia absoluta y relativa. En la medida en que las pensiones privadas son distintas, también lo son los sistemas de supervisión y las filosofías de la regulación prudencial existente.

Considero que la crisis nos está enseñando muchas cosas. En primer lugar, es un crisol donde se están fundiendo distintos elementos, y estamos viendo el resultado, entre otras se observan deficiencias en la legislación y en consecuencia, en la supervisión.

Se ha puesto de manifiesto la importancia que tiene el sistema financiero, hemos acudido en ayuda de la economía financiera como paso previo para sanear la economía real, por necesidad, por la importancia que tiene hoy día los bancos, las aseguradoras, que son parte de nuestra realidad cotidiana.

Esa importancia ha puesto de manifiesto la relevancia y sensibilidad del sistema financiero a las normas de

supervisión que lo regulan: la crisis demuestra que las normas prudenciales de ordenación y supervisión del sistema financiero son instrumentos de política monetaria. Cuando se establece un margen de solvencia, una provisión o reserva técnica, cuando se crean coeficientes de liquidez, límites por emisor, requisitos de congruencia monetaria, entre otros, se está drenando, restringiendo el dinero, el crédito, la liquidez, en definitiva, las palabras mágicas de la crisis financiera.

Por otro lado, no estoy seguro de que se haya analizado en profundidad la crisis y sus consecuencias a pesar de haber ya empezado a tomar medidas para paliarla. Les voy a poner como ejemplo, un informe propiciado en Europa donde están dando soluciones ya. ¿Estamos seguros que realmente sabemos todo lo que ha pasado y todas sus consecuencias?

La supervisión financiera es una parte de la política monetaria junto a la tradicional de fijación de tipo de interés, de encajes, de operaciones de mercado abierto; las regulaciones y la supervisión financiera no deben ser nada más que un instrumento para conseguir unos objetivos.

La supervisión no es efectiva sin una buena regulación, ya que supervisar no es un fin en sí mismo, es un medio; por otro lado, la regulación tiene que nacer para ser cumplida y si aparecen muchas excepciones, algo falla. Puede parecerles una perogrullada decir esto, pero existen muchos ejemplos de normas de Derecho



Positivo que, al final, no cumplimos por circunstancias, por ejemplo, consecuencia de la crisis en un momento determinado. Y eso no está bien, eso no es bueno porque a lo mejor lo que no está bien es la regulación, y lo que realmente el mercado nos demanda es otra cosa.

La supervisión suele tener dos finalidades: por un lado, una finalidad tuitiva, esto es, de protección de los consumidores y de otro, y al mismo tiempo, fomentar y mejorar el sistema financiero.

El supervisor debe ser un profesional, técnicamente preparado, dotado de la independencia necesaria que requiere su trabajo, que no puede anticipar el futuro pero que crea estructuras supervisoras que se adapten a distintos escenarios, de crisis y de bonanza.

La supervisión se puede clasificar de muy distintas formas:

- Cuantitativa y Cualitativa: dependiendo de si la regulación ha fijado unas normas detalladas o principios generales que hay que abordar en el día a día.
- Prospectiva o retrospectiva, según el momento y los datos analizados.
- Nacional y transfronteriza según el espacio en el que se apliquen. Supervisión financiera, social y laboral; por su ámbito objetivo. Específica de los sistemas de previsión social.



La supervisión tiene distintas dimensiones y así se puede hablar de

1. Supervisión "Macro" que se centra en los análisis de estabilidad y del riesgo sistémico.
2. Supervisión "Micro", dirigida a los sujetos supervisados de manera individual, o a los grupos y conglomerados financieros concretos.
3. Supervisión de conductas, más cualitativa que centra su análisis en códigos de conducta, en el Gobierno Corporativo.
4. Hay una dimensión cada día más relevante centrada en los consumidores, en su educación financiera, en las reclamaciones que presentan y en la información necesaria.

Por su contenido, es clásico hablar de supervisión de banca, seguros y valores y ¿Qué pasa con la supervisión de la previsión social? ¿No es necesaria? Hay muchísima menos literatura en esta materia cuando los recursos invertidos y su importancia es fundamental.

Concretando todo el análisis teórico realizado, el modelo español actual cuenta con dos reguladores y tres supervisores: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, esta última como su nombre indica supervisa el sector asegurador y de los planes y fondos de pensiones, entre otros intermediarios financieros.

La supervisión de la previsión social tiene una impronta particular y específica, diferente al resto de pilares



financieros en la medida en que concurren circunstancias específicas como son el ser una prolongación de la negociación colectiva –por lo que intervienen los agentes sociales- y basarse en lo que se denomina “teoría del salario diferido” que genera un compromiso de pago complementario de la pensión pública y nunca la sustituye.

Como consecuencia de todo ello, aparecen distintas vertientes en la supervisión, ya que no se trata de un producto financiero como un seguro o un depósito bancario, aparecen un conjunto de normas sociales y laborales relevantes de cara a la supervisión y consecuencia de estas restricciones y su fundamento tiene en España un tratamiento público beneficioso y protegido.

En la literatura mundial se destacan 4 modelos de supervisión atendiendo a su arquitectura y diseño, y de cada uno de ellos podemos discutir sus “pros y contras”, si bien se puede adelantar, a mi juicio, una conclusión: ningún modelo garantiza el éxito por adelantado y lo que existe en cada país o región geográfica tiene mucho que ver con la tradición y la situación de los mercados.

Así, se habla de un modelo sectorial, del modelo funcional citado anteriormente, de un modelo integrado y finalmente, quizá más como una modalidad o variante, de los modelos territoriales.

Se pueden diferenciar unos de otros por el grado de descentralización o estructuración por sujetos o

pilares financieros a los que se dediquen. Así, en un modelo sectorial existen tantos supervisores como sectores financieros e incluso puede coexistir más de un supervisor por pilar financiero (es habitual en el mundo de las pensiones privadas que asuman competencias un supervisor financiero y una laboral).

El denominado modelo sectorial se centra en los sujetos financieros, los cuales suelen tener objeto social exclusivo y busca soluciones de compromiso para los conglomerados financieros, normalmente atendiendo al peso relativo de sus componentes. Se citan entre las ventajas de este modelo su proximidad, el atender a las especificidades o diferencias sectoriales, el evitar el denominado "Efecto Árbol de Navidad", no produce macro estructuras supervisoras – el denominado en la literatura Leviatán- y finalmente, no se basa en una regulación uniforme, por el contrario, tiene en cuenta el distinto grado de evolución de los sectores financieros. Entre las desventajas se citan las murallas chinas, la creación de arbitrajes y la necesidad de una coordinación entre los supervisores de los distintos sectores financieros.

En el momento actual el modelo supervisor en España pudiera clasificarse como un modelo sectorial, a las que hay que sumar las competencias de supervisión macro prudencial repartidas entre el Banco Central Europeo y el Banco de España.

Las posibles causas que han promovido el debate sobre la oportunidad de cambiar el modelo supervisor en España pueden encontrarse, entre otras, en:

- Globalización y la influencia de la Crisis financiera.
- Los movimientos de liberalización y desregulación que se apreciaron en un momento.
- La introducción del denominado modelo de supervisión basado en riesgo.
- La necesidad de hacer un tratamiento sistemático del denominado el riesgo sistémico.

El denominado modelo funcional o "*Twin Peaks*", cuyos máximos exponentes son los modelos australiano y holandés, muy en boga actualmente, presenta como ventaja que permite tener una visión de grupo, así como establecer una regulación similar a instituciones equiparables; se habla de que se centra en flujos de información relevantes y finalmente que facilita la integración financiera.

Por el contrario, entre sus inconvenientes se citan la existencia de multiplicidad de controles, la necesidad de definir claramente competencias, la existencia de lagunas y solapamientos sobrevenidos y la pérdida de información sectorial.

La aplicación práctica de un modelo funcional al sector de planes y fondos de pensiones en España debe resolver



distintas cuestiones para que sea factible; entre otros, el diferente tratamiento que requieren:

1. El segundo y tercer pilar –planes de pensiones ocupacionales o empleo, frente a planes individuales o personales.
2. Los sistemas de aportación definida frente a los de prestación definida.
3. La forma de aplicar la legislación social y laboral propia y específica del sector de planes y fondos de pensiones frente a otros vehículos financieros; ejemplo de dichas peculiaridades son los procesos de exteriorización – prohibición de existencia de sistemas de fondos internos o *book reserves*-, la existencia o no de sistemas de consolidación de derechos, la existencia de límites a las aportaciones anuales máximas, las formas y sistemas de cálculo de las prestaciones.

Por otro lado, al menos en la legislación española y en la europea existen diferencias con otros sectores financieros; entre otras:

- a. Regulaciones diferentes, como por ejemplo, la existencia de fondos de garantía en distintos sectores financieros e inusual en el sector de planes de pensiones (a excepción de Reino Unido y Alemania).
- b. Problemas de integración cultural y educación financiera propios del



sector de planes de pensiones, en la medida en que son gobernados por comisiones de control, representantes de los trabajadores a favor de los cuales se constituyen las pensiones; los miembros de dichos órganos de representación tienen escasa formación financiera y de gestión, pero gozan de mucho poder.

- c. La forma concreta de integrar aspectos tan diferentes de la supervisión de los planes de pensiones como son la micro supervisión, la supervisión de conductas o los mecanismos específicos de protección partícipes y beneficiarios.
- d. Finalmente hay que hacer frente a la integración de recursos humanos con otros supervisores, en la medida en que culturalmente provienen de ámbitos diferentes.

El modelo integrado como su nombre indica, supone en teoría, la existencia de un único supervisor para el conjunto de entidades financieras y para todo tipo de aspectos que entrañe la supervisión.

Como exponente del mismo se cita en la literatura el modelo británico de supervisión, aunque en la práctica, no es así en la medida en que el supervisor de las pensiones privadas (*The Pension Regulator*) es un organismo independiente del *Financial Services Authority*, (FSA), y del Banco de Inglaterra.



Del sistema integrado se citan como ventajas, tanto la posibilidad de aprovechar economías de escala como su potencial para supervisar cualquier rincón del sistema financiero de un país. Por su parte, entre las desventajas se citan la posible pérdida de peculiaridades sectoriales y posibilidad de que la supervisión sea demasiado global sin apreciar los matices propios de cada sector financiero y por otro lado, se habla de una premisa básica para su funcionamiento que no es otra que la necesidad de una máxima coordinación para que pueda ser efectiva.

Finalmente, el modelo descentralizado supone, en la práctica, un reparto competencial entre distintas soberanías supervisoras en un mismo territorio. Presenta un fuerte componente político y tradicionalmente el modelo de supervisión existente en Estados Unidos responde a tal idea; tanto organismos federales como organismos estatales tienen funciones supervisoras.

Finalmente, quisiera hacer mención a las últimas tendencias en materia de organización de la supervisión en la Unión Europea, representadas por el denominado Informe de Larosiére, aparecido en febrero de 2009 y que en sus líneas maestras responde a un modelo descentralizado. De Larosiére da una respuesta temprana a la crisis financiera en la que nos encontramos envueltos, si bien se aprecia en su filosofía cierto sesgo bancario: propio del modelo de matriz bancaria, preponderante en algunos de los países de la Unión Europea más influyentes.

Como áreas fundamentales del informe se pueden destacar una nueva agenda para la regulación, el impulso hacia una mayor coordinación de la supervisión y finalmente, el establecimiento de nuevos procedimientos de gestión de situaciones de crisis más efectivos.

En materia de regulación, propone modificar acuerdo de capitales de Basilea y no cita de manera expresa en el nuevo esquema a la supervisión de pensiones privadas.

Concreta su análisis regulatorio, entre otros, en aspectos relativos a la mejora de la gestión de riesgos y de los mecanismos sistémicos de absorción de riesgos; hace énfasis en la necesidad de debilitar los amplificadores pro-cíclicos (morosidad) que pudiera contener la regulación financiera, y se decanta por fomentar la transparencia y de redirigir los incentivos en los mercados financieros.

En materia de supervisión, se decanta por una estructura federal de supervisión en la que junto al respeto a supervisores nacionales, crea 3 supervisores europeos: banca, valores y seguros y un sistema europeo de supervisión financiera (SESF), esto es colegios de supervisores europeos.

Respecto a los procedimientos de gestión de situaciones de crisis más efectivos, aparece el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, cuya función sería poner en marcha un sistema efectivo de alerta rápida ante los riesgos del sistema.

Como conclusiones de todo lo hablado, yo destacaría, en primer lugar, que es preciso reflexionar en profundidad sobre las medidas a adoptar, teniendo en cuenta todos los efectos de la crisis financiera y no sólo aquellos que aparecen inmediatamente.

Por otro lado, destacaría que la supervisión tiene una importante impronta cultural, si bien el establecimiento de un determinado modelo es una decisión política que tiene en cuenta otros elementos distintos de la propia supervisión.

Respecto del modelo funcional sirve, siempre que:

- a. Sea neutral y que los arbitrajes que puedan producirse consecuencia de su puesta en marcha, sean conocidos, consentidos y deseados.
- b. Por otro lado, el modelo funcional no impide que se respeten idiosincrasias propias de cada sector financiero, si bien, es deseable que la regulación sea lo más pareja posible.

Finalmente, destacar que el sector de las pensiones privadas en la Unión Europea tiene una gran importancia cualitativa y muy variable desde el punto de vista cuantitativo; no obstante, el mercado de pensiones y sus sistemas de supervisión tiene otro ritmo.

Muchas gracias.



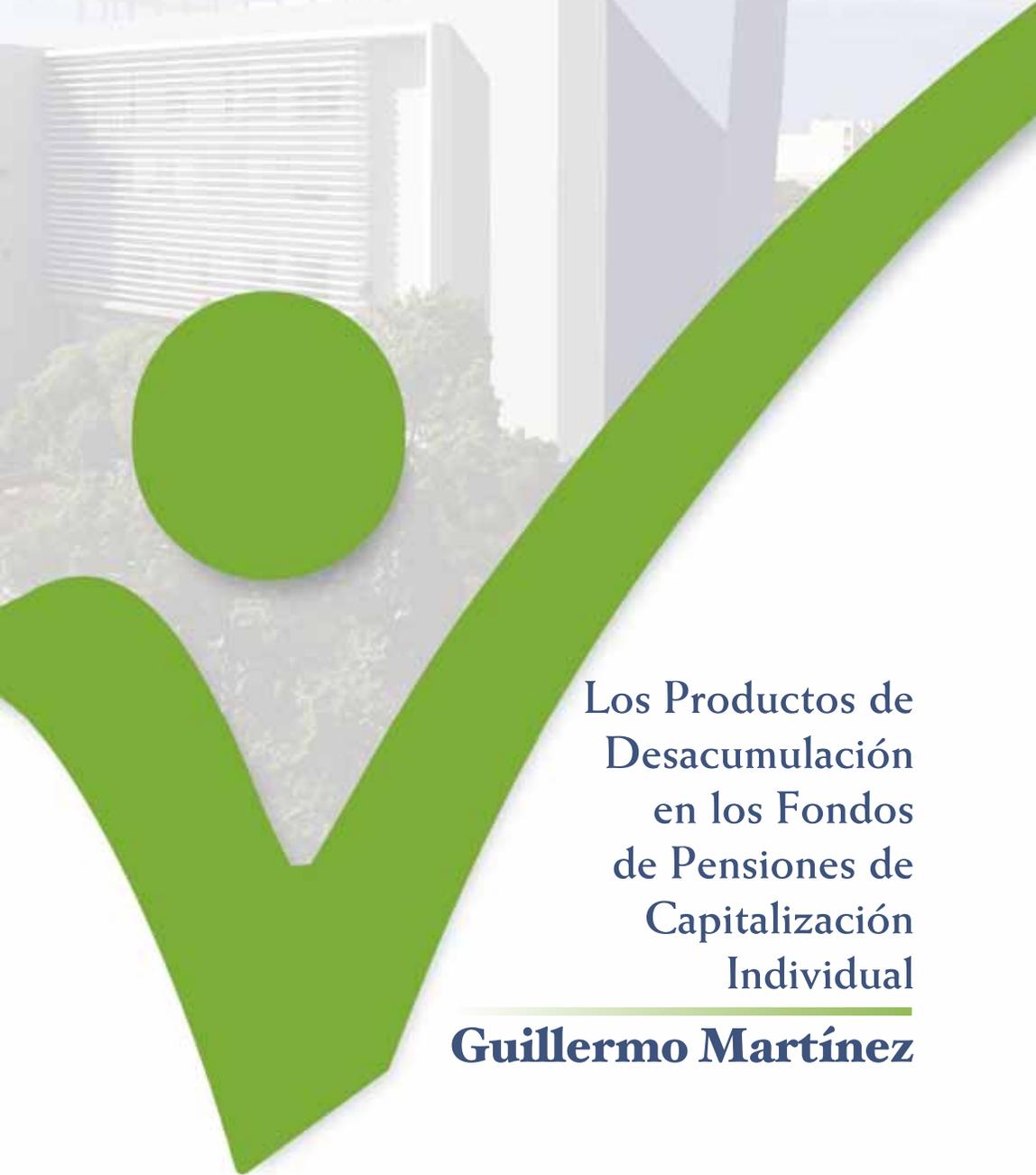


El Sr. Joaquín Melgarejo del Ministerio de Economía y Hacienda de España trata el tema Nuevas Tendencias de Modelos de Supervisión: "Twin Peaks Model".





SVPEN



Los Productos de  
Desacumulación  
en los Fondos  
de Pensiones de  
Capitalización  
Individual

---

**Guillermo Martínez**



## Los Productos de Desacumulación en los Fondos de Pensiones de Capitalización Individual<sup>1</sup>

---

*Exposición del Sr. Guillermo Martínez  
PrimAmérica - Chile*

Aprovecho la ocasión para agradecer a Persia Álvarez y a AIOS, la oportunidad de estar con ustedes durante esta Asamblea. Creo que ha sido una muy buena Asamblea y ciertamente éste es un muy buen lugar para realizarla. Muchas gracias por la invitación.

El propósito de que esté aquí, es hablarles del proceso de desacumulación de los fondos de pensiones, esto es las modalidades o tipos de pensión bajo las cuales las personas que han ahorrado toda su vida mientras trabajan, terminan obteniendo una renta de jubilación.

¿Cuáles son esos productos que las diversas legislaciones de América Latina presentan? El resumen está en la primera lámina. Tal vez la modalidad más conocida es la renta vitalicia y a continuación el retiro programado. Son los dos productos básicos en los que basaré mi presentación. Hay otras opciones además, como la renta o retiro permanente y el retiro fraccionario; existe también, por supuesto, la combinación de productos

---

1. Los gráficos y cuadros a los cuales se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.

entre esas dos matrices principales, la renta vitalicia y el retiro programado; se pueden inventar combinaciones de ellas, ya sea en distintos momentos en el tiempo o en forma simultánea.

Hay también otras modalidades entre pensiones y beneficios; en el corto tiempo de que disponemos, intentaré hacer una comparación entre ellas, para luego mencionar las modalidades de pensión permitidas en nuestros países y legislaciones; asimismo, intentaré explicar los riesgos de cada modalidad de pensión para los pensionados, ya que son productos distintos, donde el pensionado asume riesgos distintos. Es importante para los supervisores, para los pensionados, y también para los proveedores distinguir las características de cada modalidad de pensión, y entre ellas qué riesgos se asumen en uno y otro caso.

Finalmente, si alcanza el tiempo, me gustaría ver algo sobre la experiencia acumulada en nuestros países y las lecciones que de ella se desprenden para reguladores.

En la lámina 10 pueden apreciar un resumen de lo que son las modalidades de pensión autorizadas en diversos países del área, incluyendo algunos pocos países europeos. En las dos primeras columnas están el retiro programado y las rentas vitalicias, las dos modalidades más habituales. Como pueden ver, prácticamente en todos nuestros países están ambas modalidades aceptadas en la legislación previsional.



Sin embargo, se observa que en Bolivia, no se acepta el retiro programado, sí la renta vitalicia. En Costa Rica, que está definiendo su regulación, en principio no está incluido el retiro programado, pero sí me he enterado por Javier Cascante, Superintendente de Pensiones de Costa Rica y otros amigos costarricenses, que piensan incorporar el retiro programado como una modalidad aceptada. Tampoco se acepta el retiro programado en el Uruguay, donde sólo está autorizada la renta vitalicia.

Como puede apreciarse en la lámina, en todos los países europeos citados está autorizada la renta vitalicia, y el retiro programado sólo en algunos.

Hay otras modalidades de pensión autorizadas, como la renta o retiro permanente y el retiro fraccionario. También, diversas combinaciones entre renta vitalicia y retiro programado, como renta temporal o retiro programado con renta vitalicia diferida.

¿Cuáles son las diferencias fundamentales entre ambos productos? En la lámina 11 se puede apreciar que bajo la modalidad de retiro programado, el pensionado o la persona que está recibiendo el beneficio, no cede los riesgos de longevidad ni de rentabilidad de inversiones; no hay una tercera persona (o empresa) que asuma esos riesgos por el pensionado. Por lo tanto, el pensionado queda expuesto al riesgo de vivir demasiado y que los fondos se pueden extinguir, o también a que con motivo de una crisis financiera, como la que hemos visto recientemente, pierda una parte importante de su dinero.



Es difícil que pierda todo el dinero, eso probablemente no ocurra nunca, pero sí está sujeto a un tremendo riesgo de fluctuación del valor de su cartera de inversiones.

En la renta vitalicia, en el extremo opuesto, el pensionado cede a la compañía de seguros, los dos riesgos que ya mencioné: el riesgo de longevidad y también el de rentabilidad de las inversiones. No es motivo para el no pago de una pensión por parte de la aseguradora el que la persona haya vivido demasiado tiempo o que la rentabilidad de las inversiones ha sido mala o menor a la esperada.

Si la compañía de seguros hizo los cálculos de la pensión a pagar creyendo que el pensionado viviría hasta los 80 años, pero ya tiene 95 ó 100 años de edad, la compañía debe responder igual. Mala suerte para la aseguradora, debe seguir pagando. O si la compañía hizo la oferta de pensión sobre la base de que iba a hacer rentar los fondos recibidos un 5% por año y entre medio ocurrió la crisis financiera del año 2009, mala suerte no más. La compañía de seguros debe responder. Si asumió ambos riesgos, responde ante cualquier escenario.

Esa es la gran diferencia entre ambas modalidades básicas. La renta vitalicia, desde la perspectiva del pensionado, suena muy atractiva. Y la verdad es que con algunos años de experiencia que me han quitado algo de pelo, yo creo que en el 80% de los casos, y si no más, la renta vitalicia es el producto que debiera tomar el pensionado, por sus ventajas de seguridad.



Yo he trabajado más en el área de seguros, ya sea en la supervisión de compañías de seguros o como gerente de una compañía de seguros, pero "en casa de herrero cuchillo de palo": yo estoy pensionado hace algunos años y no compré una renta vitalicia. No señor, compré un retiro programado. ¿Y por qué el retiro programado? Porque la verdad que el retiro programado sí tiene algunas ventajas sobre la renta vitalicia. Trataré de resumirlas.

En el retiro programado el pensionado conserva la propiedad de los fondos, y obviamente está corriendo el riesgo de que la rentabilidad no sea apropiada; yo estuve dispuesto a correr ese riesgo, en la expectativa de que en el largo plazo los fondos rindieran más.

Además, en el retiro programado se tiene la ventaja de que en cualquier momento puede el pensionado cambiarse a renta vitalicia. Por el contrario, la renta vitalicia es un producto irrevocable: quien toma la decisión de comprar una renta vitalicia traspasa sus fondos, los fondos que acumuló en la AFP durante 30 ó 40 años de trabajo, a una compañía de seguros como pago de la prima única y aquí no hay vuelta atrás. Quien toma esa decisión se compromete, se queda con una compañía de seguros, y la compañía de seguros a su vez con el pensionado, y juntos hasta que la muerte los separe.

Por último, en el retiro programado, en caso de fallecer demasiado pronto, los fondos no utilizados quedan de



propiedad de los deudos, como parte de la herencia que lega el pensionado. En la renta vitalicia no ocurre esto, salvo parcialmente a través de las pensiones con período garantizado de pago.

Dados los tiempos de crisis que vivimos, es bueno tener en cuenta que así como el retiro programado está sujeto al riesgo de baja en la rentabilidad de inversiones, también ofrece la oportunidad de recuperar al menos parte de los fondos perdidos; con esto lo que quiero es enfatizar que sería una errada estrategia cambiarse a una renta vitalicia una vez ocurrida la crisis financiera, hecha la pérdida en el valor de la cartera de inversiones, porque en la modalidad de renta vitalicia será difícil obtener una recuperación de parte o todo el capital perdido en la primera instancia. Antes de cambiarse a renta vitalicia sería aconsejable esperar que primero los mercados de capitales tengan una recuperación relevante; al menos así lo intentaría yo. La variante de renta vitalicia que permite obtener ganancias de capital es la renta variable, de muy poca presencia todavía en los países de nuestra región.

En cuanto a las lecciones que los reguladores pueden sacar de los años de operación de las modalidades de desacumulación de fondos de los sistemas de pensiones, pueden resumirse en las láminas 17 a 21.

En síntesis, los temas más preocupantes son: los altos costos que puede alcanzar la comercialización de rentas vitalicias, la publicidad y promoción de productos



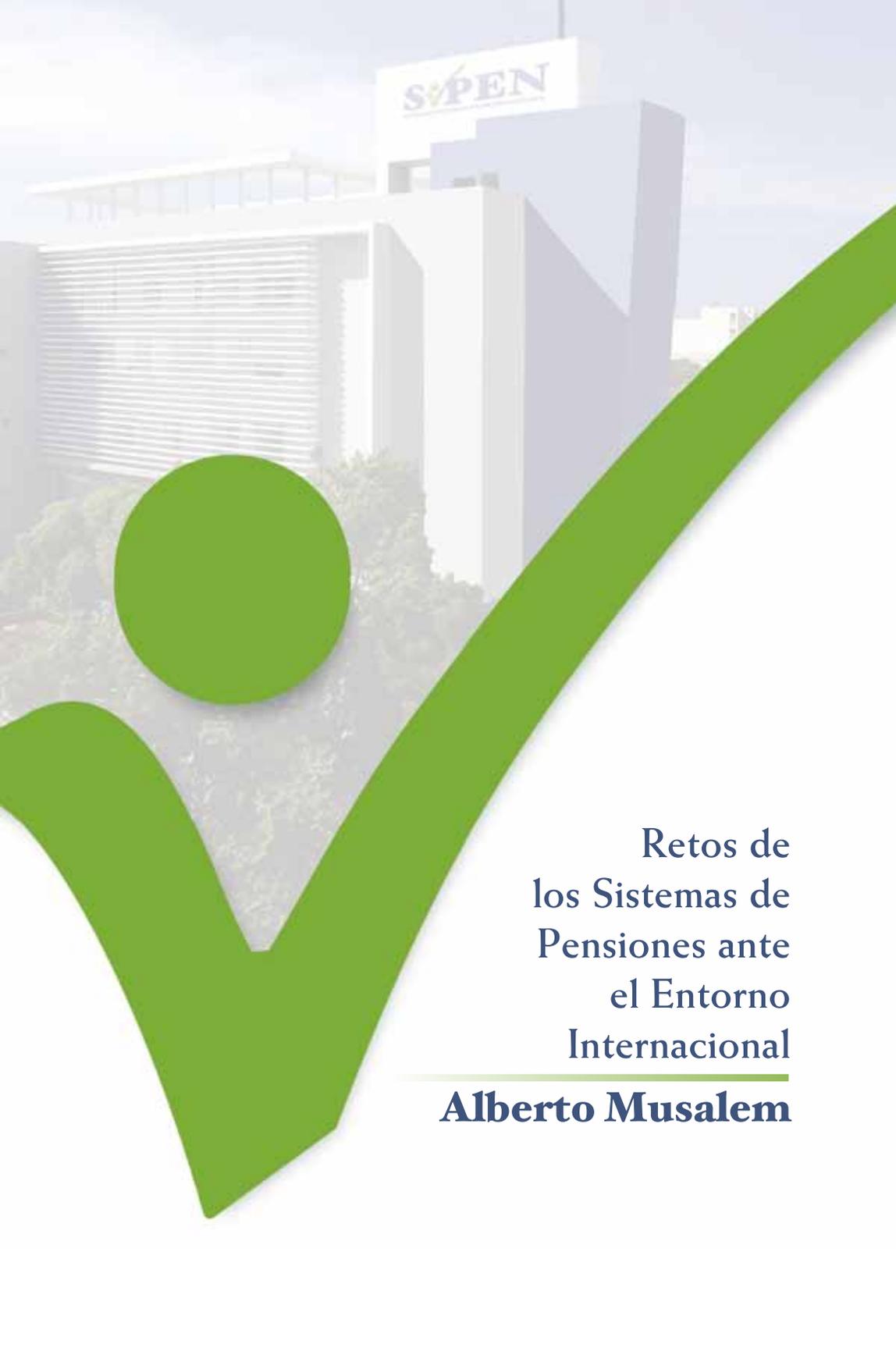
de pensiones, el correcto diseño de los productos a permitir (incluyendo la protección frente a la pérdida de poder adquisitivo por inflación), la supervisión de aseguradores, la constitución de reservas por los compromisos asumidos, el calce de plazo y moneda entre activos y pasivos de aseguradores, la existencia de garantías estatales a pensiones y su impacto sobre las decisiones individuales y, finalmente, la autorización de modalidades de pensión razonables, entre las cuales ciertamente están la renta vitalicia y el retiro programado.

Los productos como renta permanente, retiro fraccionario y de "lump sum" o de suma alzada tienen poco atractivo desde una perspectiva de seguridad social, sólo son aplicables a situaciones límites o marginales.

Muchas gracias nuevamente por la oportunidad de haber estado con ustedes.



El Sr. Guillermo Martínez de PrimAmerica Consultores, trata el tema Los Productos de Desacumulación en los Fondos de Pensiones de Capitalización Individual.



SVPEN

Retos de  
los Sistemas de  
Pensiones ante  
el Entorno  
Internacional

---

**Alberto Musalem**



## **Retos de los Sistemas de Pensiones ante el Entorno Internacional<sup>1</sup>**

---

*Exposición del Sr. Alberto Musalem  
Centro para la Estabilidad Financiera, Argentina*

En primer lugar quisiera agradecer la invitación que la AIOS me ha formulado para participar en este importante Seminario. Quiero iniciar mi presentación hablando un poco del impacto de la crisis internacional, a la cual ya se ha referido anteriormente Heinz Rudolph. Al respecto, tengo algunas cosas adicionales por decir. Pero también lo que yo creo es que el hecho de que estamos teniendo esta crisis, en cierta medida debería sacudirnos un poco y mirar con mucho más atención todos los problemas que tiene el sistema y cuanto podemos ir mejorando justamente para poder enfrentar mejor o anticipar mejor, controlar o mitigar riesgos y a la vez aumentar la eficiencia del sistema.

Veamos el impacto de la crisis en América Latina. En la lámina que estoy presentando tenemos la rentabilidad nominal y la rentabilidad real de los años 2007 y 2008. Fíjense entonces que entre todos los países que conforman AIOS, el fondo que más sufrió fue el de Perú que ha tenido una caída de 4,705 puntos básicos.

---

1. Los gráficos y cuadros a los cuales se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.



El segundo es el fondo de Chile con una caída de 2,378 puntos básicos. Tercero, el de Uruguay con 2,331 puntos básicos. República Dominicana, sorprendentemente, ha tenido un aumento en 358 puntos básicos, siguiéndole de cerca Bolivia con 116 puntos básicos positivos.

En términos del cambio en la tasa real, en estos dos años, seguimos por supuesto con que el fondo de Perú ha tenido 4,680 puntos básicos de caída en la rentabilidad real. Chile le sigue en segundo lugar con 2,394 puntos y Uruguay con 2,200. Nuevamente, República Dominicana, en términos reales, está con 835 puntos reales positivos. Un verdadero récord, quizás por mérito de la Superintendente Doña Persia Alvarez.

Veamos ahora la rentabilidad real histórica anualizada, porque como siempre hemos venido diciendo, estos fondos de pensiones son productos de largo plazo.

Fíjense que las pérdidas han sido mucho menores. La máxima ha sido la de Uruguay con 301 puntos, luego le sigue Perú con 300 puntos. Chile que había sido el segundo país con peor desempeño en los años 2007 y 2008, fíjense cómo de dos mil y pico de puntos negativos que tenía pasa solamente a 121 puntos negativos, y en parte, se debe a que Chile tiene el sistema más maduro del continente, entonces cuando más largo son los plazos, más se diluyen las pérdidas.

Veamos en particular, ahora, el impacto de la crisis en los países que tienen multifondos: Chile, México y

Perú. En primer lugar, estos son datos que voy a pasar rápidamente, queremos simplemente mostrar cual es el tamaño de los fondos que tenemos acá y cómo están distribuidos los fondos.

Lo importante es que veamos la composición de los distintos fondos, fíjense que en la renta variable nacional el Fondo A es el que más tiene. En la renta variable internacional también es el Fondo A el que más tiene, y va disminuyendo la participación a medida que nos vamos hacia fondos más conservadores.

También están los títulos públicos nacionales, que es al revés, a medida que nos vamos a fondos más conservadores como el E obviamente la participación de títulos públicos nacionales aumenta. Lo mismo sucede con la deuda privada y pública internacional.

En el caso de Chile veamos el impacto de la crisis. Fíjense que de julio del 1981 hasta diciembre del 2008 la rentabilidad real del Fondo C, que es el único que se puede proyectar a sus orígenes ha sido de 8% anualizado. Mientras que de septiembre del 2002 a diciembre del 2008 ha sido el 3,4%. Sin embargo, si lo vemos a nivel anual a diciembre 2008, tomando sólo un año, tenemos 19% negativo. En fin, todos los fondos dan cifras negativas y se van haciendo menos negativas a medida que nos vamos alejando del shock de la crisis y ya a diciembre del 2008 fíjense que tenemos cifras positivas, porque en diciembre la cotización en el mercado había mejorado.



El mensaje importante es que cuando más largo el período a tomar en cuenta, que es el caso de Chile, el desempeño es mejor, sirve como amortiguador de los shocks que pudieran suceder en el corto plazo. En el caso de México, tenemos un poco diferente la composición de las carteras, y en eso sí estoy haciendo énfasis porque es la lección que tenemos que aprender en términos de qué pasa con respecto al desempeño dada la historia de los fondos, y segundo qué pasa con respecto al desempeño dada la composición de las carteras.

En el caso de México, la SIEFORE básica 1 tiene 82%, casi 83%, en títulos públicos nacionales. La SIEFORE 5 baja hasta que llega al 60%. Mientras que no hay renta variable en la SIEFORE 1, pero si lo hay en la SIEFORE básica 5. De todas maneras vemos que en el caso de México la renta variable juega un papel menos importante que en el caso de Chile.

En relación a la rentabilidad histórica anualizada, en México, de la SIEFORE básica 2, que es el que se puede proyectar hasta antes que se ingresó el sistema de multifondo, es de 6%, un poco más bajo, casi dos puntos porcentuales menos que el que consigue Chile con una historia desde el año 1981. Lo mismo está pasando que desde diciembre 2005 a diciembre 2008 también las rentabilidades de la SIEFORE 1 y 2 son menores a las que consigue Chile, pero también fíjense que el grado de pérdida anual en el shock que hubo en el 2008 es menor que en el caso de México, que en el caso Chile, justamente por la menor incidencia que tienen los instrumentos de renta variable.

En el caso de Perú es muy interesante ver la composición porque la deuda privada nacional juega un papel muy importante en la composición de la cartera. Dentro de los tres países con multifondos, fíjense que en el fondo 1, la deuda privada nacional es de 73% la cartera y mayor que cualquier otro papel y eso justamente va a caracterizar un poco el desempeño de los fondos del Perú. En el caso de Perú, en el fondo 2 está con 7.5% de rentabilidad histórica, del 1993 hasta el 2008 y tienen un poco más de rentabilidad también entre el 2005 y 2008. Nuevamente el nivel de pérdidas del fondo 3 es bastante importante por ser el más agresivo de los tres. En el fondo peruano más agresivo tiene la peor pérdida, que es casi un 42%, mientras que el chileno más agresivo tiene 40%. Ahora fíjense que el que menor pérdida ha tenido es la SIEFORE básico 1 que tuvo una pérdida de casi del 0.10% mientras que el chileno, el más conservador, tiene una pérdida de casi 1%.

Claramente estamos viendo que a medida que nos movemos en el sistema de multifondos dentro de cada país, el nivel de la pérdida o el shock de pérdida ha sido creciente en la medida que existe un mayor grado de agresividad en términos de la composición de las carteras.



El Sr. Alberto Musalem, del Centro para la Estabilidad Financiera de Argentina, expone el tema Retos de los Sistemas de Pensiones ante el Entorno Internacional.

The logo for SVPEN is displayed on a building facade. The letters 'SVPEN' are in a bold, sans-serif font, with a stylized 'V' that has a diagonal line through it. The building is modern with a mix of white and grey panels.

SVPEN

A large, thick green checkmark graphic is positioned on the right side of the page, extending from the bottom left towards the top right. It is semi-transparent, allowing the background image to be seen through it.

## Resultados y Conclusiones



## Resultados y Conclusiones

---

Con la realización de este importante evento en la Ciudad de La Romana, la República Dominicana se convirtió en el centro de las discusiones sobre los Sistemas de Pensiones después de la crisis. Los supervisores y reguladores de los sistemas de pensiones de la región, no se habían reunido, anteriormente, para analizar la situación producida a partir del segundo semestre del año 2008.

En ese sentido, se eligieron especialmente temas que permitieran analizar y discutir los efectos de la crisis financiera sobre los fondos de pensiones y las lecciones que esta ha generado para nuestros países.

Entre los temas discutidos y tratados estuvo el análisis del impacto de la crisis en los fondos de pensiones, donde pudimos observar países en los cuales la rentabilidad de los fondos se ha visto afectada.

Como resultado de estas reuniones hemos podido conocer y analizar las primeras cifras e informaciones oficiales sobre efectos en el desempeño de los fondos. Los sistemas más afectados han sido aquellos donde existen multifondos y los efectos negativos se han dado

especialmente en los fondos con mayor exposición a rentas variables.

Para el Sistema Dominicano de Pensiones esta experiencia ha sido de vital importancia, dado que permite conocer y detectar las debilidades de estructuras de portafolios demasiado expuestas a inversiones en títulos de renta variable. Se presentaron modelos econométricos de evaluación y medición de los riesgos en estos aspectos, que serán de gran importancia para adoptar las medidas de resguardo que se ameriten en el Sistema Dominicano de pensiones.

Estos modelos de evaluación deberán ser analizados y estudiados por la SIPEN y a partir de ellos sugerir y adoptar medidas administrativas y de regulación que permitan paliar efectos negativos sobre los fondos de pensiones en futuras crisis financieras ya sea a nivel local como internacional.

El rol de la clasificación de riesgo y de las compañías privadas evaluadoras de los mismos, es uno de los temas específicos que han quedado como lección para ser analizados y replanteados en el futuro.

Será necesario fortalecer las metodologías de clasificación que actualmente aplican la Comisión Clasificadora de Riesgos y de Limites de Inversión a fin de cubrir especialmente las debilidades, que a nivel internacional, mostraron estas metodologías, especialmente en la evaluación de los instrumentos que en esta crisis han



mostrado mayores efectos negativos, tales como instrumentos de renta variables, derivados e instrumentos que pueden ser titularizados o securitizados.

La evaluación de las políticas de supervisión es otro de los temas que han quedado como lección de este análisis producido en estas reuniones.

El paso hacia un sistema de "supervisión basado en riesgo" que la SIPEN viene desarrollando e implementado, se ha reafirmado como fundamental para estructurar en el futuro un sistema de fiscalización eficiente del régimen dominicano de pensiones.

Como experiencia para República Dominicana ha quedado demostrado que la regulaciones son las normas escritas, la supervisión es el cumplimiento de esas normas, donde existe una cultura de cómo se deben aplicar las normas en sentido a qué flexibilidad se puede tener, qué variables hay sobre el tema, entre otros.

La supervisión importa poco si no hay una buena regulación, y la regulación tiene que establecerse para ser cumplida. La actual crisis está dejando como lección la necesidad de realizar un profundo análisis de nuestra normativa y de las prácticas y metodologías de supervisión. Es decir, un análisis sobre cómo se están ejerciendo las facultades fiscalizadoras, las herramientas utilizadas, la eficiencia en la labor y la eficacia en cuanto al cumplimiento de los objetivos.

Otro de los grandes temas que tendrán influencia el desarrollo del Sistema Dominicano de Pensiones, son



los cambios en las tendencias demográficas. La tasa de fertilidad en los países latinoamericanos ha caído fuertemente. Al inicio de la década de 1950 una mujer de estos países tenía un promedio de siete hijos o seis hijos en su edad reproductiva y actualmente tienen un promedio de dos o tres hijos, es decir, muy similar a los países de Europa.

Hay que destacar el aumento acelerado de la esperanza de vida al nacer. La combinación de la reducción de la tasa de fertilidad con aumento de la esperanza de vida, son las fuerzas motoras del envejecimiento poblacional. Mientras nacen menos personas y viven más, la población está envejeciendo más rápidamente.

A partir del año 2010 y 2015 la población con más de 60 años aumentará en un 25%, lo cual tiene grandes implicaciones en cuanto a políticas públicas, no solamente de pensiones sino también de salud.

En cuanto a la cobertura, otro de los temas relevantes para el Sistema Dominicano de Pensiones en los próximos años, hay que entender que uno de los factores determinantes de su ampliación es el nivel de ingreso y su distribución en el mercado laboral; otro, es la estructura económica y de empleo; y el diseño institucional del sistema de pensiones. Estas variables tendrán en los próximos años fuertes cambios en República Dominicana. Será necesario estar permanentemente atentos a la evolución de estos indicadores para ir adoptando los ajustes y cambios institucionales que se requieran.



SVPEN



## **Apéndice**

---

Gráficas y Cuadros



**Exposición**

---

Heinz Rudolph



financial & private sector development

## La Crisis y sus Consecuencias sobre los Sistemas Previsionales en América Latina

Heinz P. Rudolph  
XVII Asamblea General Ordinaria de la AIOS  
La Romana. Santo Domingo, Mayo 21 y 22, 2009  
[hrudolph@worldbank.org](mailto:hrudolph@worldbank.org)

World Bank IFC

## La Crisis en America Latina

- América Latina: países con alta dependencia del comercio, pero no necesariamente integrados financieramente
- Países importadores netos de materias primas
  - Beneficio por la caída en el precio de materias primas
  - Baja integración financiera internacionales
- Países exportadores netos de materias primas
  - *Inflation targeting* (2/3 GDP)
    - Afectados por la caída en el precio de sus materias primas
    - Acceso a mercados globales en términos relativamente favorables
  - *Non inflation targeting* (principalmente energía)
    - Términos de intercambio probablemente continuarán razonablemente altos
    - Bajo acceso a mercados financieros globales

financial & private sector development

World Bank IFC

2

## La Crisis en América Latina

- Retroalimentación de canales de transmisión de la crisis
  - Canal financiero
  - Remesas de divisas
  - Términos de intercambio
  - Demanda de exportaciones
- Fuentes tradicionales de vulnerabilidad están bajo control
  - Tipos de cambio
  - Balance fiscal
  - Sistema financiero
  - Cuenta corriente
- Existe espacio para política contracíclica (monetaria)
- Principal riesgo es una reversión social
  - Prevenir contracción indebida en gasto público en salud, educación, infraestructura básica y programas sociales

financial & private sector development

THE WORLD BANK IFC

## La Crisis en América Latina

- La crisis está lejos de terminar
  - Son las bolsas buenos predictores de la actividad económica?
  - Brotes primaverales? Pronta recuperación?
  - Recuperación asociada a la efectividad de paquetes financieros
- Volverá el sistema financiero a funcionar como antes?
  - Necesidad de mejorar regulación financiera
  - El sistema bancario en USA provee el 25% del crédito, el otro 75% es proveído por mercado de capitales (securitización). Este ultimo mercado va a necesitar ser regulado...menor intermediación financiera
  - Hacer que agentes internalicen externalidades
  - Necesidad de que reguladores entiendan lo que están supervisando

**El shock sobre flujos de capital será más permanente**

financial & private sector development

THE WORLD BANK IFC

## Reacciones de política para enfrentar la crisis: camino equivocado?

Acciones de Política	Legisladas	Consideradas
Nacionalización del segundo pilar	Argentina	Bolivia
Reducción de tasa de contribución al segundo pilar	Romania, Lithuania	Latvia, Estonia, Slovakia
Permitir salirse del segundo pilar	Slovak Republic	Croatia
Hacer el segundo pilar voluntario para los nuevos entrantes	Slovak Republic	
Cambiar la tasa de indexación para la pensión básica y mínima	Serbia	Larvia, Hungary
Incremento en la edad de retiro		Ukraine, Hungary
Medidas para evitar retiro anticipado	Poland, Hungary	Ukraine
Reducción a los topes de comisiones		Poland, Slovak Republic, Lithuania

Fuente: Banco Mundial basado en información de los países

Señal de alerta respecto del futuro de los segundos pilares

financial & private sector development



THE WORLD BANK



5

## Principales Lecciones de la Crisis

- Sistemas de pilares múltiples permiten una mejor diversificación de riesgos
- Fondos de pensiones son para el largo plazo
- Necesidad de emigrar hacia sistemas de ciclo de vida
- Clarificar el rol de la supervisión
- Flexibilidad en la edad de retiro de las personas
- Otros

financial & private sector development



THE WORLD BANK



6



## Principales Lecciones de la Crisis

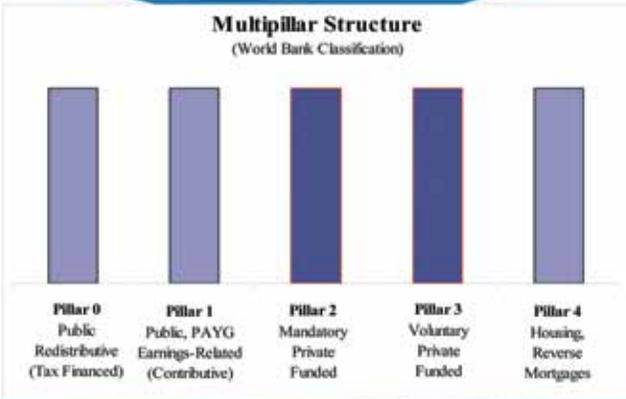
- Sistemas de pilares múltiples permiten una mejor diversificación de riesgos
- Fondos de pensiones son para el largo plazo
- Necesidad de emigrar hacia sistemas de ciclo de vida
- Clarificar el rol de la supervisión
- Flexibilidad en la edad de retiro de las personas
- Otros

financial & private sector development



## Sistemas de multipilar permiten una mejor diversificación de riesgos

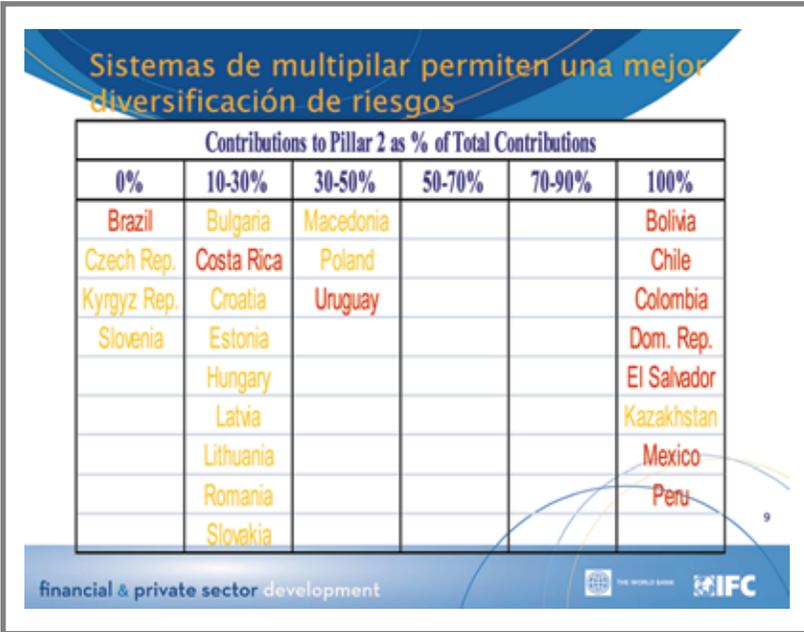
**Multipillar Structure**  
(World Bank Classification)



Pillar 0	Pillar 1	Pillar 2	Pillar 3	Pillar 4
Public Redistributive (Tax Financed)	Public, PAYG Earnings-Related (Contributive)	Mandatory Private Funded	Voluntary Private Funded	Housing, Reverse Mortgages

financial & private sector development





## Fondos de pensiones son para el largo plazo

- Estamos demasiado preocupados de los retornos de corto plazo?
- Estamos fomentando que los fondos de pensiones hagan las pérdidas hoy día y disminuyan aun más su escasa participación en renta variable?
- Tiene sentido cubrir las posiciones de monedas?

11

## Sin lugar a dudas la crisis ha afectado los retornos de los fondos de pensiones

Real Rates of Return				
Mandatory Pension Funds				
(YoY)				
		Growth	Balanced	Conservative
Estonia	23-Feb-09	-27.5	-16.0	-4.7
Hungary*	17-Feb-09	-38.6	-23.8	-14.4
Lithuania	31-Jan-09	-45.8	-19.1	-7.6
Poland	31-Jan-09	..	-15.3	..
Slovak Republic	18-Feb-09	..	-9.9	-0.5
Chile	28-Feb-09	-38.5	-14.5	3.6
Mexico	31-Dec-08	..	-9.0	-0.1
Peru	28-Feb-09	-37.9	-22.9	-7.0
*OTP pension fund				

12

## La situación es menos dramática cuando se miran los retornos históricos

### Retornos Reales Bajo Stress

	Año de Inicio	Stress Test			
		Dic-2007	-20 %	-30%	-40%
<b>Bolivia</b>	1997	7.6	5.2	4.1	2.9
<b>Chile</b>	1981	10.0	8.8	8.3	7.8
<b>Colombia</b>	1994	5.3	3.5	2.6	1.6
<b>Costa Rica</b>	2000	5.7	2.8	1.4	-0.1
<b>El Salvador</b>	1998	8.5	5.8	4.6	3.3
<b>México</b>	1997	7.3	4.9	3.9	2.6
<b>Perú</b>	1993	10.6	8.5	7.6	6.7
<b>R. Dominicana</b>	2003	0.0	-3.2	-5.0	-7.1
<b>Uruguay</b>	1996	10.7	8.2	7.1	6.0

From IFC

financial & private sector development



THE WORLD BANK



13

## Incluso la situación en América Latina se ve mejor que la de Europa del Este

### Real Annual Rates of Return since Inception

Second Pillars				
	Year of Inception	2007	2008	
Bulgaria	2002	3.2	-7.2	
Estonia	2002	4.9	-3.1	
Hungary	1998	3.0	0.4	
Latvia	2001	-3.5	-8.7	
Lithuania	2004	5.7	-0.5	
Poland	1999	8.9	5.5	
Slovakia	2005	0.3	-3.1	

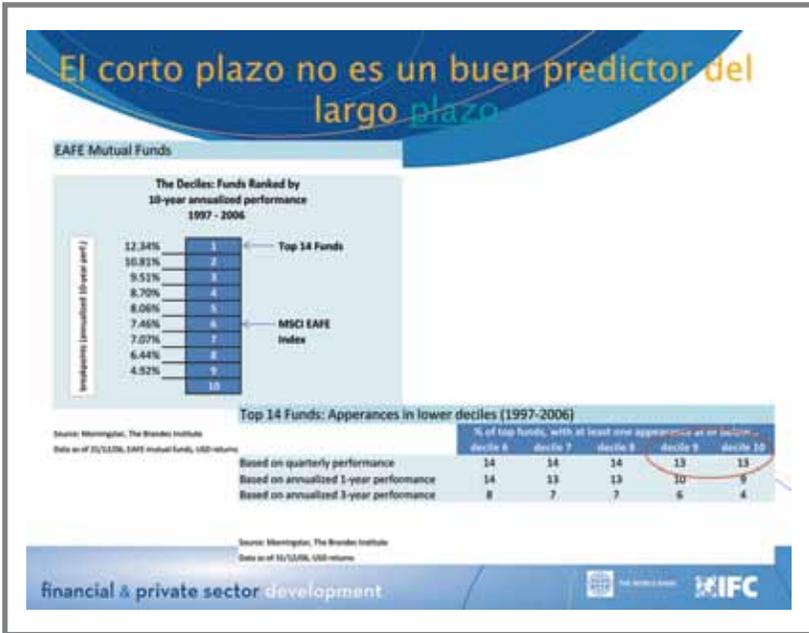
14

financial & private sector development



THE WORLD BANK





## Evidencia mixta respecto de la reaccion de fondos de pensiones...

**Portfolio Rebalancing in Selected Countries**  
Changes in Portfolio Composition from Dec-07 to Jan 09  
(percentage points)

	Equity	Treasury Bonds	Corporate Bonds	Cash & Deposits
Chile	-13.9	6.6	6.4	
Colombia*	-3.9	3.5		
Peru	-17.8	9.7		6.7
Lithuania*	-31.0		24**	6.1
Poland	-14.9	15.7		
Slovak	-9.2	18.8		-9.6

\*Dec-07 to Dec-08  
\*\* Includes also government bonds

16

financial & private sector development  

## Derivados de monedas

- Resuelven un problema de corto plazo, pero no aportan a optimizar el portafolio de largo plazo
  - Monedas de países emergentes se deprecian cuando cae el valor del precio de los activos internacionales (por ejemplo Chile 2008)
- Fondos de pensiones pueden crear un contrapeso fuerte a los bancos centrales
  - Fondos de pensiones sobrepasan el mercado de capitales (por ejemplo Colombia 2008)
- Riesgos operacionales
  - Debilidades de mercados OTC

17

financial & private sector development



THE WORLD BANK



## Principales Lecciones de la Crisis

- Sistemas de pilares múltiples permiten una mejor diversificación de riesgos
- Fondos de pensiones son para el largo plazo
- Necesidad de emigrar hacia sistemas de ciclo de vida
- Clarificar el rol de la supervisión
- Flexibilidad en la edad de retiro de las personas
- Otros

18

financial & private sector development



THE WORLD BANK

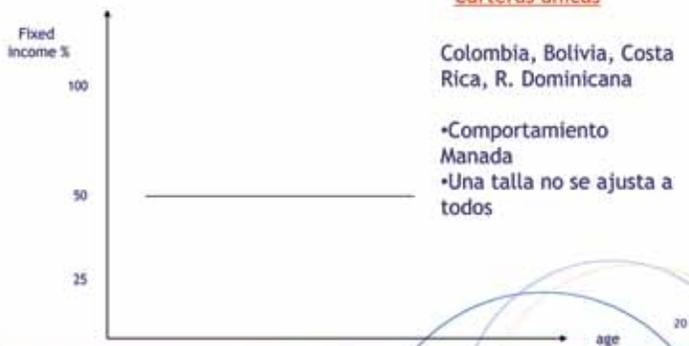


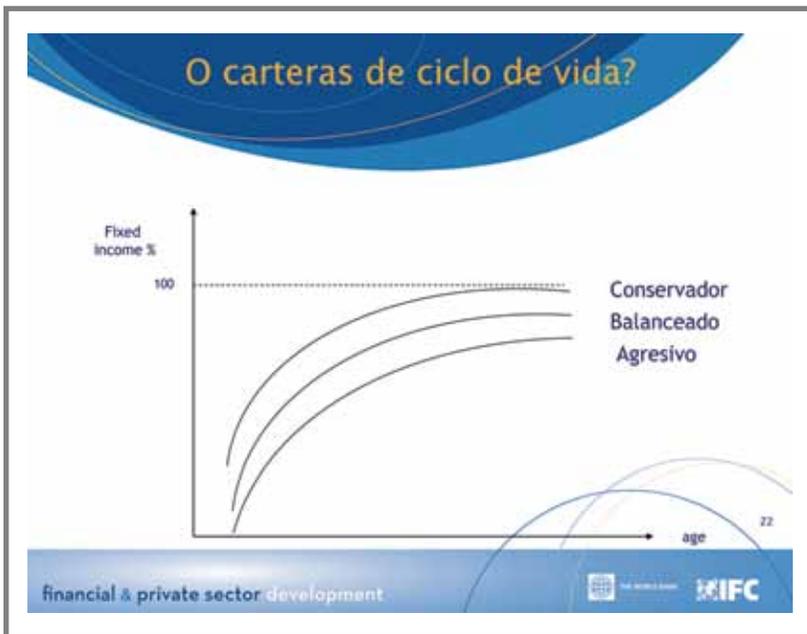
## Emigrar hacia sistemas de ciclo de vida

- Esta crisis es una señal de alerta:
  - Las personas prontas a retirarse deben tener inmunizados sus fondos de pensiones
  - Las personas jóvenes tienen la oportunidad de comprar activos a bajo precio
- Las personas tienen escasa capacidad para elegir su portafolio óptimo
  - Esfuerzos por mejorar la educación financiera verán sus efectos no antes de 20 años
  - Necesidad de definir *benchmarks* de largo plazo

19

## Carteras únicas?





## Carteras de ciclo de vida

TSP (USA), Chile and Mexico (default options)

- Proveen “default options” para los fondos de pensiones
  - El mercado no resuelve la asignación óptima del portafolio
- Benchmarks que optimizan la cartera a lo largo del ciclo de vida son determinados de manera exógena
- Los fondos de pensiones compiten en contra del benchmark
- Las administradoras cambian la composición de cartera en la medida que los individuos envejecen
- Abre la posibilidad de garantizar los retornos de los fondos de pensiones

23

financial & private sector development  

## Clarificar el rol de la supervisión de los fondos de pensiones

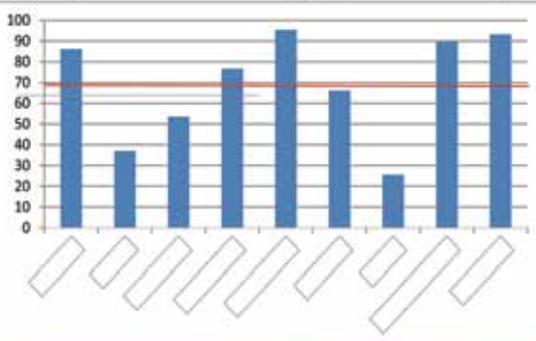
- Es suficiente un estricto control de límites de inversión?
  - Tenemos con esto resuelto el problema de los riesgos del sistema?
- Estamos tranquilos con el nivel de riesgo que tienen los fondos de pensiones?
  - Tienen los reguladores una opinión respecto del riesgo de los portafolios
- Es realista pensar en esquemas de supervisión basada en riesgo en los sistemas previsionales de América Latina?
  - Supervisión basada en riesgo: mas allá del VaR
  - Tienen los supervisores los recursos para hacerlo?

24

financial & private sector development  

## Estamos satisfechos con la composición de las carteras de activos?

Porcentaje de Deuda de Gobierno y Depósitos Bancarios (Junio 08)



Fuente AIOS

financial & private sector development



THE WORLD BANK



25

## Principales Lecciones de la Crisis

- Sistemas de pilares múltiples permiten una mejor diversificación de riesgos
- Fondos de pensiones son para el largo plazo
- Necesidad de emigrar hacia sistemas de ciclo de vida
- Clarificar el rol de la supervisión
- Flexibilidad en la edad de retiro de las personas
- Otros

financial & private sector development



THE WORLD BANK



26



## Flexibilidad en la edad de retiro de las personas

- Evitar comprar rentas vitalicias cuando los mercados están deprimidos
- Definir esquemas de desacumulación
  - Menú de opciones, nivel de anuitización, reglas de marketing, estructura organizacional, reglas de solvencia, risk management.
  - Opciones múltiples también son un problema al momento del retiro
  - Necesidad de desarrollar mercados de bonos de gobierno de largo plazo indexados a la inflación

27

## Principales Lecciones de la Crisis

- Sistemas de pilares múltiples permiten una mejor diversificación de riesgos
- Fondos de pensiones son para el largo plazo
- Necesidad de emigrar hacia sistemas de ciclo de vida
- Clarificar el rol de la supervisión
- Flexibilidad en la edad de retiro de las personas
- Otros

28



## Promover que las inversiones se hagan a través de plataformas bursátiles

- Las riesgos de contraparte no pueden ser olvidados
  - Especialmente en mercados de derivados
- No es un subsidio a las bolsas sino una forma de fortalecer el mercado
  - Debe ser coordinado con buenas prácticas en mercados bursátiles
- Otorga seguridad en el valor de las operaciones

29

## Contabilidad a precios de mercado

- Mark-to-market (MM) funciona bien en mercados líquidos
  - *Los precios no reflejan el valor de los activos en mercados ilíquidos*
  - *En mercados ilíquidos, MM genera excesiva volatilidad*
- Permitir mark-to-model
  - *Sistemas centralizados funcionan mejor que los descentralizados*
  - *En sistemas descentralizados se corre el riesgo de que un mismo instrumento tenga un precio distinto.*
    - *Desafío; Desarrollar criterios homogéneos para la modelación de precios*
- Regresar a MM tan pronto como la liquidez vuelve a los mercados y evitar usar valor libro

30



## Los sistemas de pensiones en América Latina siguen siendo caros

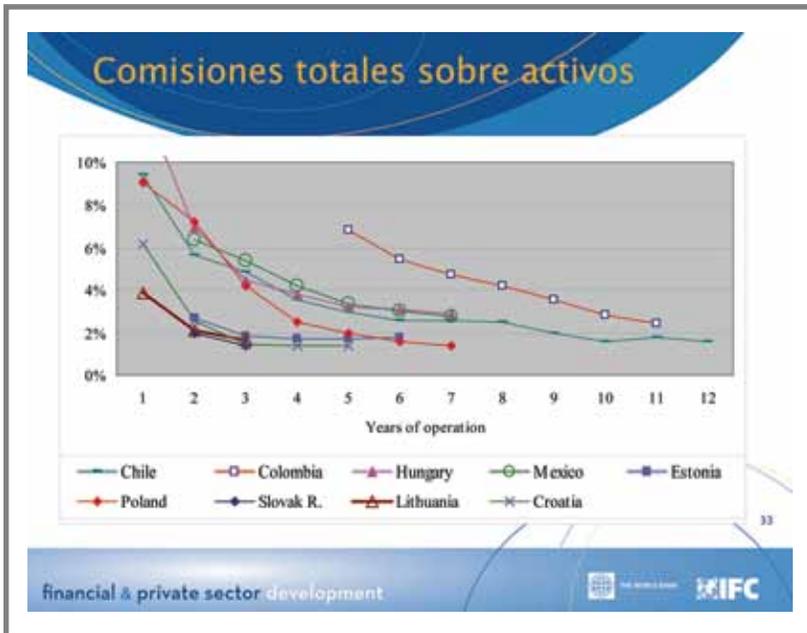
- La reducción en comisiones no está dando los resultados esperados
  - Mas temprano que tarde va a pegar de vuelta en la estabilidad de los segundos pilares
  - América Latina versus Europa del Este
- Exceso de inversión en infraestructura
  - Necesidad de volver a mirar el eje central de la administración de fondos de pensiones
  - Los gastos en marketing siguen siendo excesivos
- Excesivo énfasis en la búsqueda del "alpha"
- Comisiones libres o reguladas?

31

## Comisiones pagadas a fondos mutuos

- Diversificación internacional debe ser promovida como forma de promover estabilidad a los fondos para el retiro
- Comisiones deben ser cargadas al fondo
  - De otra manera hay escasos incentivos a que los administradores inviertan en estos instrumentos
- **Cuidado!** Existencia de abusos en materia de pago de comisiones a fondos mutuos
  - Oscuros mecanismos de rebate
  - Pago de comisiones *retail*
- Tarificación?

32



- ### Conclusiones
- Justa o Injustamente existe un profundo cuestionamiento a los sistemas de segundo pilar
  - Aprovechemos la oportunidad de optimizar los esquemas previsionales para darle viabilidad en el largo plazo y ser capaces de proveer bienestar y tranquilidad a los pensionados de América Latina
    - Portafolios óptimos
    - Comisiones
    - Regulación
- financial & private sector development
- THE WORLD BANK IFC
- 34



**Exposición**

---

Julio Bustamante



## EVOLUCIÓN Y RETOS DEL SISTEMA DOMINICANO DE PENSIONES

JULIO BUSTAMANTE JERALDO

Ex-Superintendente de Pensiones de Chile

[jbustamante@pyschile.cl](mailto:jbustamante@pyschile.cl)

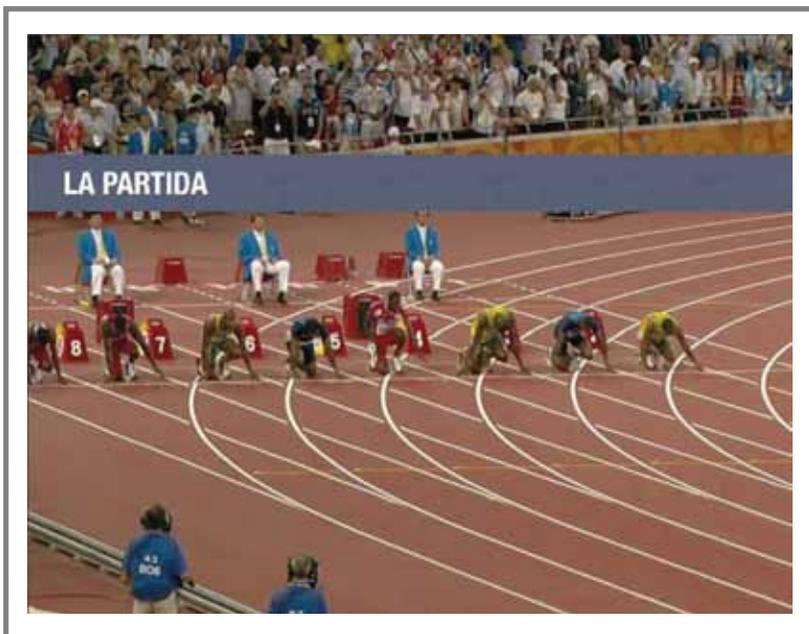
MARZO 2009

### Bases del Nuevo Sistema de Pensiones Dominicano



**Segundo pilar:** contributivo obligatorio, de capitalización, con cuentas individuales, administración privada, con regulación y supervisión especializada.

**Primer pilar:** de protección social para trabajadores no contributivos, con importantes beneficios a ancianos pobres.



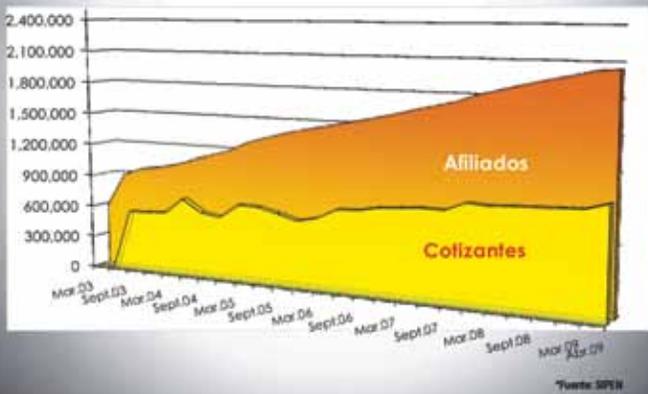
### La Partida

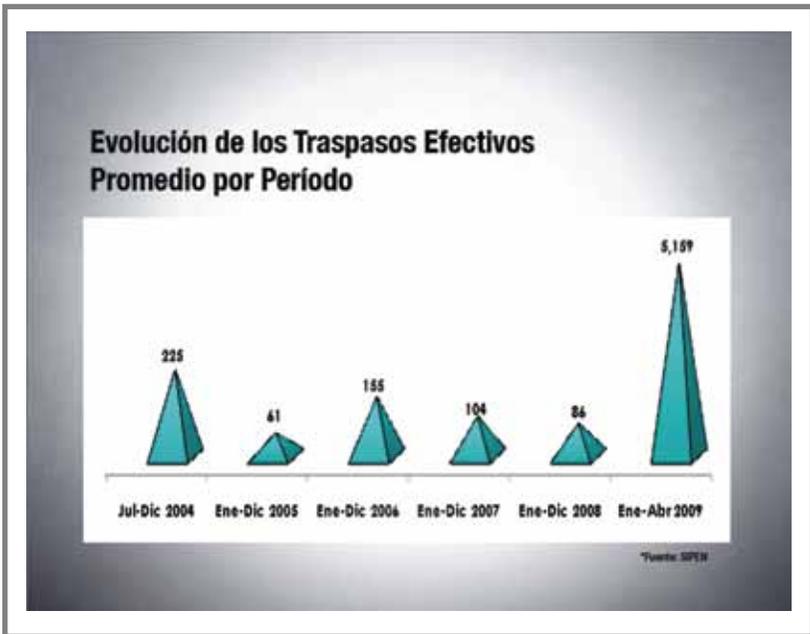
Febrero 2003:

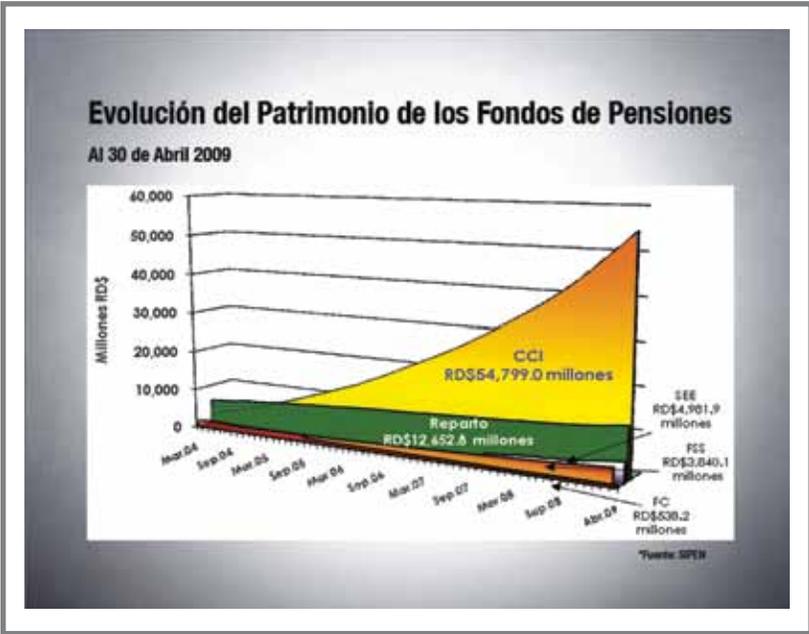
- Alto riesgo para el lanzamiento de la reforma.
- Crisis bancaria, devaluación, alta inflación, desequilibrios macroeconómicos y déficit fiscal.

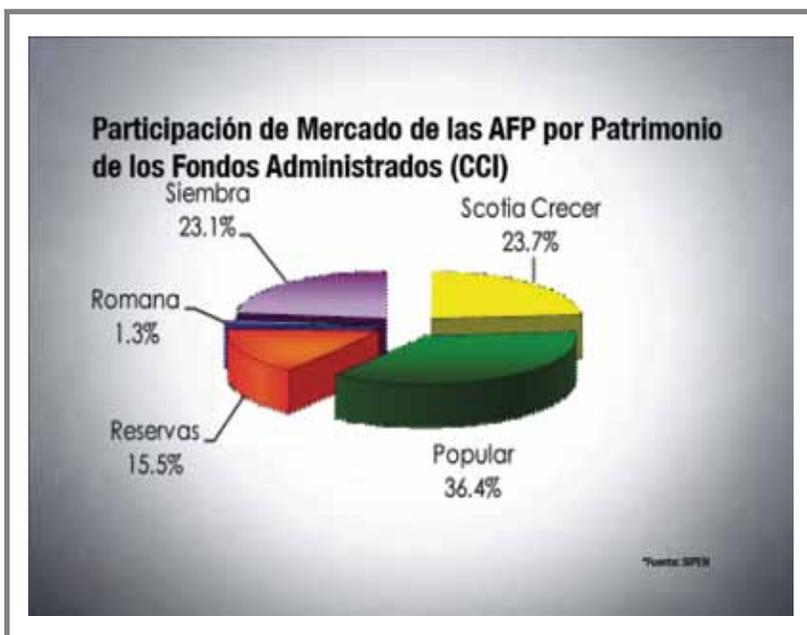
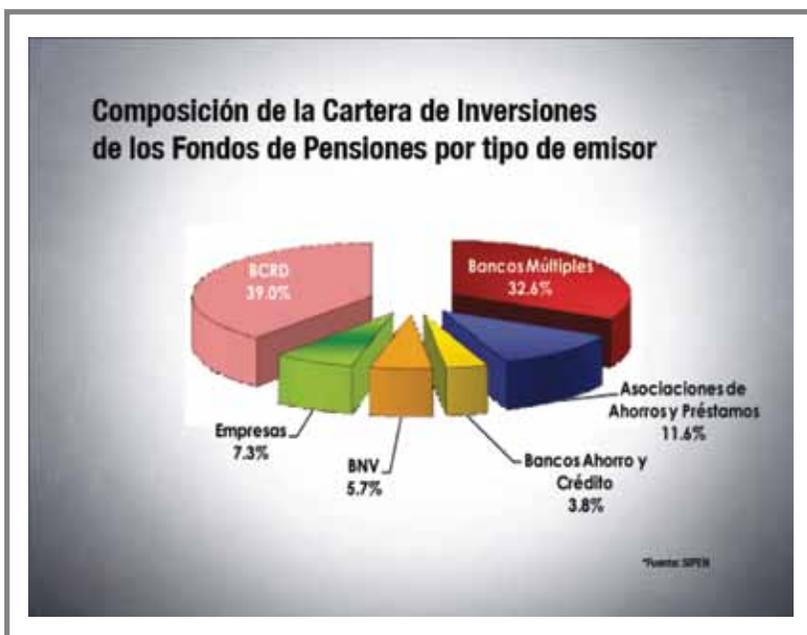
## Evaluación y Resultados

### Evolución de Afiliados y Cotizantes







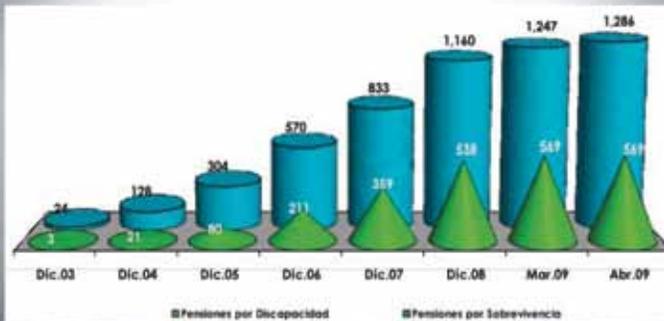


### Evolución de la Rentabilidad Nominal Promedio de los Fondos de Pensiones

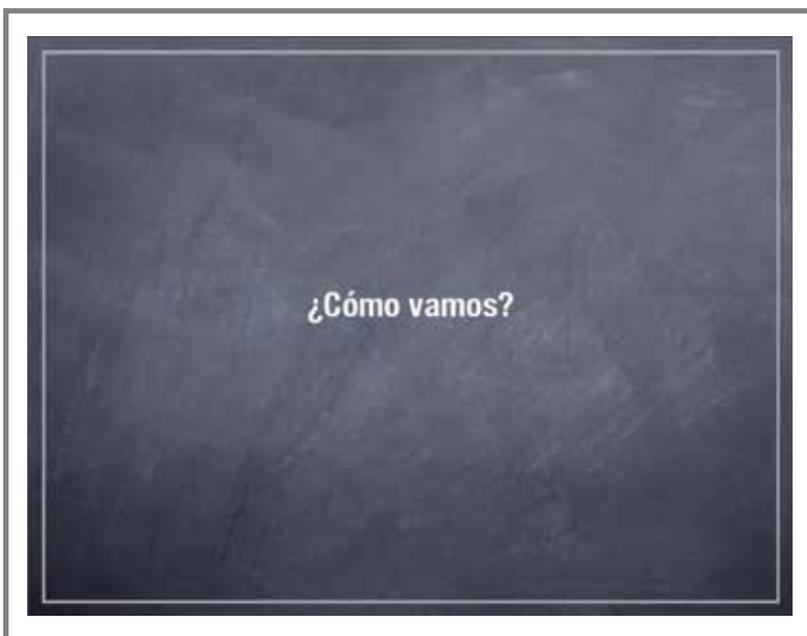


\*Fuente: SPSN

### Evolución de las Pensiones Otorgadas por Tipo



\*Fuente: SPSN



## Retos y desafíos

### Consideraciones para los nuevos desafíos

- Cambios demográficos: Aumento de las expectativas de vida.



- Futuras pensiones: Si los recursos acumulados deben durar más tiempo: los montos de pensión serán menores
- Soluciones:
  - a) subimos la edad de jubilación
  - b) aumentamos la cotización
  - c) aumentamos el ahorro (más diversificación y mejor administración de la cartera)

## Retos Futuros

- 1) Incrementar retornos y reducir volatilidad de inversiones de los Fondos de Pensiones: DIVERSIFICACION
- 2) Desarrollar instrumentos para incentivar la cotización: se reducen la informalidad, aumenta la participación en el sistema de pensiones, mejora la densidad de la cotizaciones.
- 3) Seguir profundizando el mercado de capitales: Facilitar el desarrollo de nuevos instrumentos y mercados.
- 4) Fortalecer la transparencia: Unificar y estandarizar la información contable de empresas no financieras.

## 1. Diversificación

- El sistema tiene una regulación de instrumentos restrictiva. Hay que ampliar la regulación de las inversión dando más alternativas.
- Círculo virtuoso: Más alternativas de inversión --- Reduce la concentración de cartera = + seguridad MÁS rentabilidad MÁS desarrollo financiero
- El desarrollo del mercado de capitales es el resultado de:
  - Estabilización macroeconómica y financiera de la economía
  - Reformas estructurales complementarias
  - El aporte del desarrollo del sistema de pensiones y de la inversión de los fondos en el mercado local.

CÍRCULO VIRTUOSO ENTRE EL CRECIMIENTO DEL SISTEMA DE PENSIONES Y EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES Y FINANCIERO.

## Medidas específicas para la diversificación

- Desarrollo de instrumentos hipotecarios.
- Colocación de nuevos bonos de gobierno. Después de la aprobación de Ley Bonos 2005. ( a 10 o más años, indexados a inflación o tipo de cambio).
- Emisión de certificados del BCRD
- Profundización del mercado secundario de títulos de gobierno y del BCRD en Bolsa de Valores
- Desarrollo de instrumentos para financiar capital de riesgo y mediana empresas, via fondos de inversión. (con garantías recíprocas)
- Desarrollo de instrumentos para financiar proyectos de infraestructura.
- Desarrollo del mercado de bonos corporativos donde se observan condiciones similares a las del mercado de acciones, prácticamente inexistente.

## 2. Instrumentos Hipotecarios

- Actualmente los instrumentos hipotecarios son pasivos de los bancos respaldados sólo por su capital.



- Ahora hay que desarrollar el mercado de instrumentos hipotecarios:
  - letras hipotecarias respaldadas por hipotecas de los inmuebles
  - participaciones en sociedades de inversiones inmobiliarias
  - titularización de préstamos hipotecarios
  - mercados secundarios para los nuevos instrumentos

### 3. Renta variable

- Prácticamente inexistente transacciones públicas de acciones de empresas.
- Hay un mercado de emisiones y transacciones privadas
- 98% transacciones de Bolsa de Valores son papeles comerciales
- Regulación de sociedades abiertas es nuevo. Supervisión de valores está en pleno desarrollo.
- Hay grandes avances en infraestructura legal (Ley de Valores, DCV), tecnología nueva en Bolsa de Valores, alianzas con bolsas de la región
- Se requiere promover transacciones de acciones globales y emisión de acciones de proyectos locales de multinacionales. Limitaciones para desarrollo de mercado accionario:
  - Tamaño pequeño del mercado potencial (economías de escala)
  - Control familiar de empresas
  - Poca cultura de transparencia de información.

### Comentarios finales

## Comentarios finales

- El sistema dominicano de pensiones combina adecuadamente un primer pilar de protección social universal con un segundo pilar contributivo de capitalización.
- El inicio del sistema resistió muy bien la crisis macroeconómica y financiera de 2003-2004.
- Se ha consolidado la regulación y control del sistema a través de una Superintendencia que está cumpliendo eficazmente su función, dando garantías y transparencia al mercado.
- Hay todavía una importante concentración de la cartera de inversiones.
- El gobierno y las autoridades regulatorias del sistema, han iniciado un ambicioso plan de diversificación de las inversiones, el cual dependerá también del desarrollo del mercado de capitales.

## Comentarios finales

- República Dominicana cuenta con un moderno y adecuado marco legal que regula el sistema de pensiones, la banca y el mercado de valores y de capitales.
- La reciente crisis internacional nos indica que la modernización y ajustes a la institucionalidad regulatoria, así como la aplicación de una fiscalización estricta por parte de las Superintendencias y organismos reguladores, serán decisivos en la consolidación de nuestros sistemas.



*"Si hubiese sabido lo irresponsable que eran las empresas financieras en gestionar los riesgos, créanme que habría actuado muy distinto".*

*(Greenspan)*

## Palabras finales

La evolución futura del sistema de pensiones está condicionada a tener una estricta fiscalización de los mercados y al éxito en cuanto a obtener la estabilidad macroeconómica y financiera de República Dominicana. Lo cual se está logrando a la luz de las políticas en curso.

**Exposición**

---

Pablo Antolín





## Resultados preliminares de examinar el funcionamiento de fondos de pensiones de manejo privado

Pablo Antolin, OECD, Financial Affairs Division  
Seminario Internacional AIOS  
La Romana, Rep. Dominicana, 22 Mayo 2009

### Colaboración OECD – WB: Pensiones Privadas

- Estudio comparativo del “Rendimiento de los fondos de pensiones de manejo privado” en varios países de América Latina, Europa Central y del Este, y de la OCDE (instituciones colaboradoras: BBVA, ING and Asociación de Fondos de Pensiones de Holanda VB).



## Estudio sobre el funcionamiento y rendimiento

- El estudio comprende dos partes diferenciadas:
- (1) Análisis preliminar en el que se describen los diferentes sistemas de pensiones, los datos disponibles sobre rendimiento de inversión y sus problemas, además de un análisis de los rendimientos de inversión utilizando técnicas tradicionales.
- (2) Desarrollo de portfolios de referencia de largo plazo teniendo en cuenta los distintos objetivos del sistema de pensiones, que permitan comparar el rendimiento entre países.



## Análisis de los datos

- 1º, se describen los fondos de pensiones de manejo privado en el mundo y el marco regulatorio. Luego se comparan en base a los activos totales y la colocación de dichos activos. También describe los diferentes métodos utilizados para evaluarlos y reportar retornos de las inversiones.
- 2º, se analizan los problemas potenciales con los datos de retorno que proporcionan los fondos de pensiones y los organismos reguladores.



### Análisis estándar de los rendimientos

- 3º, evaluación preliminar de los rendimientos de inversión agregados entre países utilizando medidas estándares de rendimiento financiero ajustadas por riesgo: ratio de Sharpe y análisis de atribución.
- 4º, Comparación ex-post de los rendimientos de inversión de los fondos de pensiones privados ajustados por riesgo.
- 5º, Análisis econométrico de las diferencias de rendimientos entre países.



### Análisis usando Marco de Referencia global

- 6º, Elección de cartera y garantías mínimas
- 7º, Riesgo de Capital Humano. Objetivos con respecto a tasas de re-emplazo y pensiones adecuadas son necesarios para evaluar el funcionamiento y rendimiento de los fondos de pensiones de manejo privado.
- 8º, El enfoque del ciclo vital para evaluar el funcionamiento y rendimiento de los fondos de pensiones privados.



### Fondos privados de pensiones en el mundo

- Obligatorios-voluntarios, ocupacionales-personales, DB-DC
- Marco regulatorio: Países OECD no restricciones inversión, países CEE + LatAm si.
- Activos totales y su colocación
- Países con PP varias decadas activos/GDP>50 (Chile)
- No es correcto comparar el binomio rendimiento-riesgo entre países con los datos disponibles.



### Problemas potenciales datos disponibles Rto

- Datos disponibles a través de los fondos de pensiones y reguladores sufren de varios sesgos que complican cualquier comparación entre países:
  - Diferentes metodologías de evaluación
  - Diferencias en los gastos de inversión
  - Dificultades obtener los costes desagregados (promoción, administración, inversión, etc.)
  - Diferentes marcos legales (e.g. restricciones de inversión)
- Los datos en sí tb sufren de otros sesgos importantes.



### Sesgos potenciales de los datos disponibles

- Los datos sufren de los siguientes sesgos.
  - “Ponderaciones agregadas retardadas”
  - “Ponderaciones de los valores medios compartidos”
  - “Portfolio sincronizado no solapado, punto de referencia y retornos libres de riesgo”
  - “Separación clara de la composición del portfolio entre los diferentes tipos de activos”
  - “Sesgo de supervivencia”.



### Análisis exploratorio de los rendimientos

- Calculo del ratio de Sharpe con respecto a los retornos de activos sin riesgo tanto a corto y largo plazo, como domésticos y extranjeros.
- Análisis de atribución de Sharpe
- Fondos de pensiones obtuvieron una prima de riesgo positiva, *i.e. han añadido valor*.
- Mayoría países sólo añadieron valor con respecto a los instrumentos a corto, tanto domésticos como extranjeros. Algunos países (p.j. Hungría) tb con respecto instrumentos sin riesgo a largo plazo tanto domésticos como extranjeros.



### Comparando los retornos ex-post

- Comparando los retornos respecto al portafolio con los mejores retornos ex-post pero que tenga el mismo nivel de riesgo (i.e. igual desviación estándar), con y sin restricciones de inversión
- Los fondos de pensiones han rendido menos que el mejor portafolio ex-post (evidente), pero no por mucho.
- Restricciones de inversión no parecen ser vinculantes en varios países (la cartera con mayor rendimiento tiene un alto porcentaje de bonos domésticos).



### Análisis "cross-country" de los Rtos FPP

- La heterogeneidad de rto, régimen regulatorio y demás aspectos entre los distintos países es una oportunidad para explorar el impacto en los retornos de variaciones en la regulación, diseño y estructura del sistema de pensiones y otros factores.
- Esta exploración se puede realizar mediante técnicas de datos de panel: 27 países, 1990-2007; panel no equilibrado; modelo de datos de panel estático no dinámico, coeficientes aleatorios, variables a explicar: rentabilidad, ratios de sharpe, desviación estándar.



### Rdos análisis "cross-country" PFP

- Rendimiento fondos pensiones correlacionado positivamente con el grado de madurez del sistema, el grado de competición, y el tamaño de la industria, medidos por la edad, activos manejados, el nivel de concentración y el número de fondos.
- Que el sistema de pensiones sea obligatorio o no, no tiene un impacto en la rentabilidad estadística/ significativo.
- Los planes ocupacionales presentan mejores rentabilidades que los planes personales.
- Los rendimientos de los fondos de pensiones son mayores en aquellos países en que la protección de los inversores es mayor.



### Advertencias s/ análisis "cross-country" PFP

- El tamaño de la muestra es limitado: no incorpora largo plazo, el número de observaciones para algunos países es muy pequeño),
- el periodo de análisis es muy específico (1990-2006) y es diferente para diferentes países,
- El panel no está equilibrado (diferente periodos – diferentes países),
- Los ratios de sharpe no permiten hacer comparaciones internacionales directamente (los bonos locales no están exentos de riesgo).



## Conclusiones

- Disponibilidad de datos adecuados importante limitación para realizar estudios comparativos, especialmente la evaluación de los rendimientos financieros de los fondos de pensiones.
- Necesidad de desarrollar estándares internacionales para el cálculo y presentación de los datos de rendimientos financieros de los fondos de pensiones que permita realizar estudios comparativos en profundidad y detalle institucional.
- Problema estructural: mayoría sistemas privados no más de 10 años de vida, restringiendo el estudio de los rto. a largo plazo.



## Conclusiones (cont.)

- Ratio de Sharpe y el análisis de atribución indican que, para países con suficiente información y datos para ajustar los retornos, los fondos privados han obtenido una prima con respecto a las alternativas de inversión a corto plazo.
- Fondos de pensiones han logrado rendimientos menores con respecto al portfolio que ha alcanzado, ex-post, el retorno medio más alto dado el mismo nivel de riesgo.
- Análisis sugiere que en la mayoría de los países las restricciones sobre la inversión efecto negativo sobre los rto.



### Conclusiones (cont.)

- Los rtoos de los fondos de pensiones mejoran con el nivel de madurez, competitividad, y tamaño de la industria.
- Planes ocupacionales obtienen mejores rdoos y a menos coste que los personales.
- Sin embargo, es importante tener en cuenta que los datos disponibles no permiten generalizar los resultados: sesgos y falta de periodos largos.



### Limitaciones del análisis estándar

- El análisis estándar basado en los ratios de Sharpe y maximización de la rentabilidad de las carteras ex-post se basa en supuestos fuertes:
  - No hay diferencias en el periodo de referencia,
  - No hay otros activos aparte de inversiones,
  - Siempre existen alternativas de inversión sin riesgo
  - No permite diferencias en la aversión al riesgo.
- Ninguno de estos supuestos se acopla perfectamente al mundo de las pensiones.



### Limitaciones del análisis estándar

- Provisión de pensiones fondos de pensiones es:
  - Un negocio a largo plazo,
  - El objetivo es proporcionar rentas en la jubilación,
  - Es un seguro,
  - Presenta implicaciones fiscales,
  - Requiere garantías,
  - En muchos países no existen activos sin riesgo,
  - La teoría de la cartera óptima sugiere el tomar en cuenta el ciclo vital y la diferentes preferencias por riesgos
  - El capital humano es el activo más importante de que dispone cada individuo.



### Desarrollando Marcos de Referencia

- Se necesita tener en cuenta el diseño de la fase de desacumulación (coherencia con el sistema general pensiones: peso del sector público): rentas vitalicias, retiro programado, combinaciones
- Factores a tener en cuenta:
  - Existencia de garantías
  - Riesgo capital humano (salarios son inciertos durante la vida laboral)
  - Estrategias de inversión por defecto basadas en el ciclo vital (target date funds, multi-fondos).
  - Consideración de los costos y comisiones



## Garantías en los Fondos de Pensiones

- Reguladores deberían estar preocupados por las garantías mínimas de rentabilidad (GMR) por su efecto adverso en la competitividad, rendimientos y eficiencia del sistema.
- GMR proporcionan incentivos comportamiento manada, desviando a los gestores de estrategias óptimas.
- Cuanto más alineados estén los incentivos de los gestores con los rendimientos, más cercana es la cartera tipo con la cartera óptima.



## Garantías en los Fondos de Pensiones

- Garantías de retorno mínimas no eliminan las fluctuaciones en las tasas de re-emplazo (RR) en los sistemas contribución definida (DC).
- Sólo garantías relativamente elevadas eliminarían estas fluctuaciones.
- El problema es el coste que acarrear esas garantías y quién las va a proveer a dicho coste.



## Desarrollando referencias: Riesgo Capital Humano (RCH)

- RCH (incertidumbre salarios futuros) afecta a los resultados de los sistemas de pensiones:
  - Tasa salarial, macroeconomía, depreciación de las cualificaciones
  - Situación laboral: empleado, autónomo, sector formal o sumergido, periodos de desempleo o inactividad.
  - Horas trabajadas: tiempo parcial/completo, horas extras.
  - Cobertura de las pensiones.
- El RCH esta directa/ correlacionado con el riesgo del mdo de capitales: probabilidad de desempleo o ajustes salariales aumentan en periodos crisis.



## Riesgo Capital Humano (cont.)

- Todos estos riesgos del capital humano afectan a la tasa de re-emplazo (RR), y al nivel aceptable de pensiones. De tal forma que estas medidas dejan de ser útiles como guías para evaluar el resultado de los fondos de pensiones.
- Es importante evaluar el "peor escenario", no sólo el más probable.
- Se tiene que tener en cuenta la correlación entre el capital humano y el riesgo del mdo de capitales.



### Desarrollando referencias: ciclo vital

- Participación obligatoria en planes DC requiere el diseño de opciones de inversión por defecto para mejorar las RR en los planes DC.
- La teoría de la asignación de activos a largo plazo introduce la noción de inversiones basadas en la edad y el nivel de riesgo por edad.
- La adopción de bonos indexados a la inflación en el contexto de asignaciones de renta fija, y de carteras diversificadas en renta variable internacional influye mucho en reducir la variabilidad de RR en los planes DC.



### Referencias: ciclo vital (cont.)

- Fondos balanceados y de ciclo vital ayudan a mejorar las tasas medias de re-emplazo en relación a los fondos en bonos, al mismo tiempo que reduce la dispersión relativa con respecto a los fondos de renta variable.
- Fondos de ciclo vital obtienen una RR media mayor que la RR media de los fondos balanceados.
- Los fondos vitales son mejores opciones de inversión por defecto que los fondos de dinero en planes DC, pero nunca deberían ser la única opción disponible.



### Referencias: Costes y Comisiones

- Los costes y comisiones son esenciales a la hora de determinar los rendimientos de los fondos de pensiones.
- Un cargo de 1.5% sobre los activos manejados reducirá el valor de los activos disponibles a la hora de jubilarse en casi el 30% (edad jubilación 65, habiendo contribuido 10% durante 40 años).
- Desafortunadamente, no existen buenos datos sobre costes y comisiones, en particular desagregados entre costes administrativos, de inversión, publicitarios y marketing.



### Algunas observaciones finales

- Hay diversos factores a considerar a la hora de establecer una cartera de referencia que sirva de punto de comparación para evaluar los resultados del sistema de pensiones.
- Como mínimo estos factores deben incluir el objetivo implícito del pilar privado dentro del sistema de pensiones global, el diseño de la transición a la fase de desacumulación, y los cambios temporales del capital humano.



### Observaciones adicionales

- La solución hipotética ideal es una referencia para cada miembro del sistema que reflejase las circunstancias personales. Y que, además, se ajustara anualmente a las condiciones cambiantes.
- Desafortunadamente esto no es posible desde un punto de vista práctico, además los miembros no serían capaces de responder de forma efectiva.



### Observaciones adicionales (cont.)

- Alternativa factible sería un conjunto limitado de referencias alineadas con la construcción de la cartera, el ciclo vital, y opciones por defecto por edades
- Dimensiones importantes a tener en cuenta en el diseño de referencias son: edad, ocupación, nivel de renta y de tolerancia al riesgo.



## Diseño marco de referencia para evaluar los resultados de los FPP

- Definición explícita del objetivo principal del sistema de pensiones y del papel que juegan en él los fondos de pensiones privados.
- Consideración de los niveles aceptables de variación y los límites mínimos de renta objetivo del sistema
- Evaluación de las pautas salariales y su impacto, así como el de las condiciones macroeconómicas, en los salarios y en la cobertura de los fondos de pensiones.



## Diseño (cont.)

- Estimación de la correlación entre los activos financieros permitidos y las características personales de los miembros (e.j. edad, nivel educativo, de renta y cualificación)
- Definir referencias para las principales clases de activos.
- Estimación de las carteras óptimas y publicación de medidas de rentabilidad. Esto permitirá a los miembros de los fondos de pensiones tomar decisiones (si está permitido) con conocimiento y guiar las acciones de los supervisores.



### Conclusiones preliminares

- Establecer varios marcos de referencia: ciclo vital, bonos indexados a la inflación, o mejor incluso, rentas vitalicias indexadas a la inflación (LR). En este contexto, los reguladores pueden analizar cómo los fondos de pensiones se comportan con respecto a estos marcos de referencia.
- Una estrategia segura de ciclo vital es aquella que se asemeja al sistema público: renta vitalicia indexada a la inflación. El equivalente en el mercado es un contrato de renta vitalicia real diferida a cierta edad.



### Conclusiones preliminares (cont.)

- La estrategia segura podría ser un TIPS de cupón cero (Bonos gubernamentales protegidos contra la inflación), instrumento que expira en la fecha objetivo.
- Las medidas de Sharpe son útiles, pero para medir si los fondos de pensiones han añadido valor con respecto a bonos a corto y largo.
- Incluir el capital humano a la hora de diseñar los marcos de referencia: salarios inciertos son en realidad los que van a determinar cuanto la gente ahorre para financiar su jubilación.



### Conclusiones preliminares (cont.)

- Necesidad de proporcionar los datos de rentabilidad de manera más desagregada para poder controlar por los sesgos.
- Existe una necesidad imperiosa de difundir los datos de costes y comisiones desagregados para así poder analizar los retornos netos de costes de inversión.



ORGANISATION DE COOPÉRATION ET  
DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES



¡MUCHAS GRACIAS!



**Exposición**

---

Vinicius Pinheiro



## **Demografía, mercado de trabajo y Cobertura de Pensiones en América Latina**

Vinicius C. Pinheiro (pinheiro@ilo.org)  
Departamento de Seguridad Social  
OIT - Ginebra

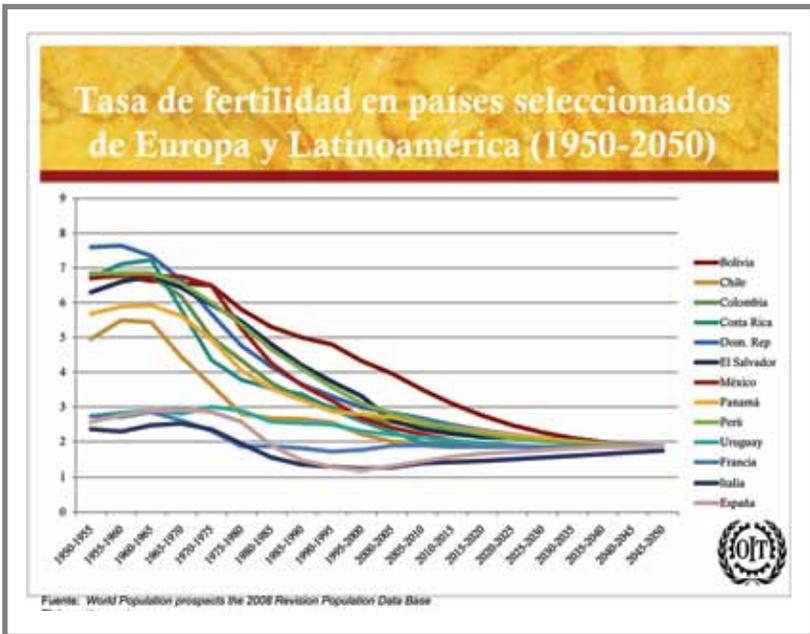
Rep. Dominicana, 22 de mayo de 2009

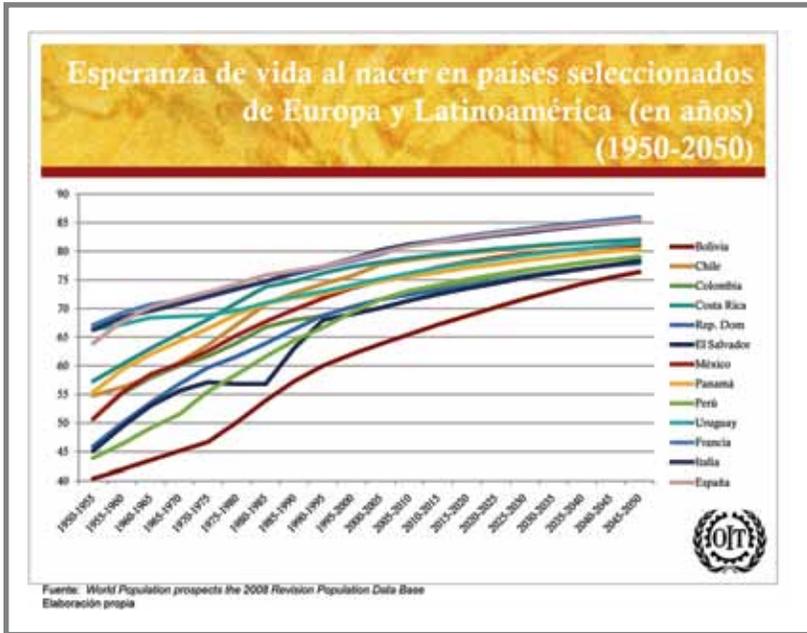


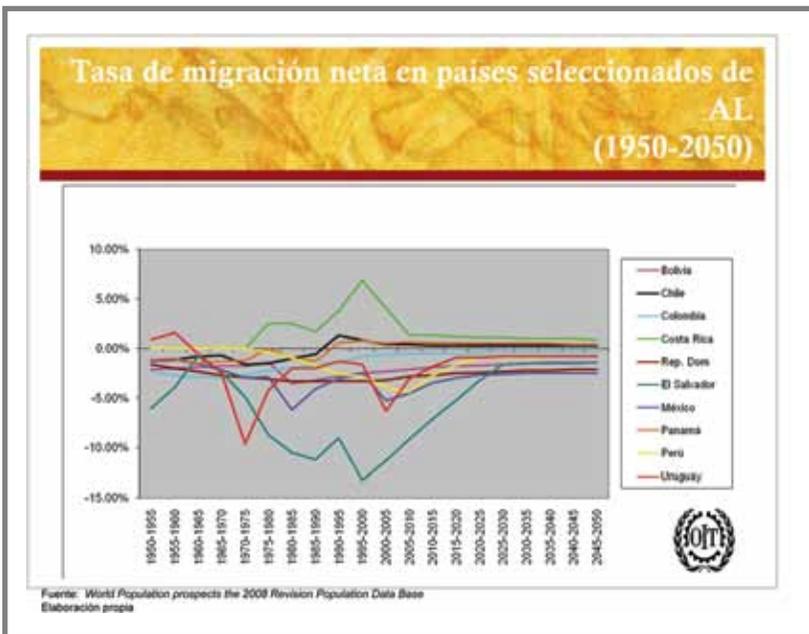
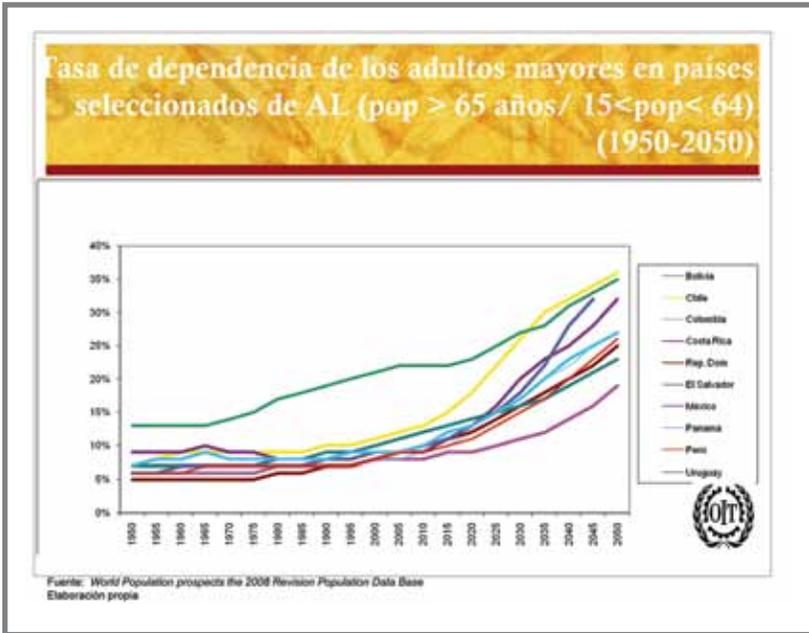
## **Sumario**

- Tendencias demográficas
- Crisis económica y tendencias en el mercado de trabajo
- Cobertura de pensiones en América Latina
- Políticas para aumentar la cobertura
- Consideraciones finales









## Puntos para debate

- Acelerado proceso de envejecimiento demográfico como resultado de una caída brusca en la tasa de fertilidad y aumento de la esperanza de vida: en 50 años AL envejecerá lo que Europa tardó 100 años
- Rápido deterioro de la relación de dependencia a partir del 2010-2015. Poco tiempo para ajustarse. Expansión de los sistemas bienestar limitados por el nivel de ingreso per cápita
- Los sistemas de pensiones contributivos formales no se han beneficiado del aumento de la PEA que ha ingresado mayoritariamente en el mercado de trabajo informal
- Baja cobertura + acelerado envejecimiento = bomba social para las generaciones futuras



## Crisis Económica y Tendencias en el Mercado de Trabajo



## OIT Panorama Laboral 2008 - I

- Elevados niveles de crecimiento económico: 4.6% en 2008, completando un periodo de 5 años de fuerte crecimiento económico donde la tasa de crecimiento anual fue 5.4%.
- Disminución sustentada del desempleo urbano, de 8.3% a 7.5% entre enero y noviembre 2007/2008, resultado de un incremento de la demanda laboral: tasa de ocupación aumentó desde 54.4% a 54.9%.
- Aumento de la participación del empleo asalariado en el total del empleo urbano. Empleo asalariado creció a tasas más elevadas que el trabajo por cuenta propia en Brasil, Chile, México y Panamá. Por el contrario, el crecimiento del trabajo por cuenta propia fue mayor en Argentina, Colombia, Costa Rica, Perú (Lima Metropolitana) y Venezuela.

## OIT Panorama Laboral 2008 - II

- Fuerte crecimiento de empleo en la construcción en 2008 y en menor medida en el comercio, mientras las actividades manufactureras y del sector agropecuario generalmente mostraron debilidad en la creación de empleo y hasta reducciones en algunos países.
- Persistió la tendencia de modestos incrementos de los salarios reales en un contexto de repunte inflacionario: Las remuneraciones medias reales para diez países registraron un aumento de 3.2%. Argentina, Brasil, México, Perú y Uruguay presentaron aumentos. Chile, Colombia, Costa Rica, Nicaragua y Venezuela registraron disminuciones en las remuneraciones medias reales.
- Informalidad como fenómeno estructural: A pesar de las mejoras, persisten altos niveles de informalidad y baja cobertura de la protección en salud y pensiones. El empleo informal en el área urbana en los cinco países con información disponible fue 58.6%. En los últimos 10 años, de cada 10 nuevos puestos de trabajo creados, solamente 4 fueron formales.

**POBLACIÓN OCUPADA  
SEGÚN CATEGORÍA OCUPACIONAL Y SEXO EN AL  
1995 - 2007 (%)**

País, año y sexo	Categoría Ocupacional											
	Asalariados				No Asalariados				Servicio doméstico	Trabajadores familiares auxiliares	Otros	
	Total	Público	Establecimientos de 5 o menos trabajadores	Establecimientos de 6 y más trabajadores	Total	Establecimientos de 5 o menos trabajadores	Establecimientos de 6 y más trabajadores	Profesionales, técnicos o administrativos				No profesionales, técnicos o administrativos
<b>América Latina</b>												
1995 Total	59.4	13.8	13.4	32.2	27.8	3.2	1.4	1.6	21.6	8.0	4.4	0.3
Hombre	64.9	11.4	16.6	36.9	38.6	4.3	1.8	1.6	22.9	0.8	3.3	0.3
Mujer	51.1	17.6	8.6	24.9	23.5	1.7	0.6	1.6	19.5	19.2	6.0	0.2
2007 Total	63.1	12.8	13.1	37.2	26.5	3.1	1.2	1.7	28.5	7.5	2.8	0.2
Hombre	67.7	10.1	15.5	42.0	29.5	4.0	1.6	1.6	22.3	0.7	1.9	0.2
Mujer	57.0	16.3	9.9	30.8	22.4	2.0	0.7	1.8	17.9	16.6	4.0	0.1

**POBLACIÓN OCUPADA URBANA  
SEGÚN RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA Y  
SEXO EN AL 1995 - 2007 (%)**

Año	Sexo	Total	Agricultura, pesca y minería	Electricidad, gas y agua	Industria manufacturera	Construcción	Comercio	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Establecimientos financieros	Servicios comunitarios, sociales y personales	Actividades no especificadas
<b>América Latina</b>											
1995	Total	100.0	8.6	1.0	15.4	7.1	21.7	4.9	2.3	38.8	0.3
	Hombres	100.0	10.3	1.3	18.5	11.3	21.3	7.4	2.4	27.0	0.4
	Mujeres	100.0	5.8	0.6	10.6	0.5	22.1	1.1	2.2	57.1	0.1
2007	Total	100.0	6.1	0.5	16.2	7.5	25.8	5.9	3.7	34.0	0.3
	Hombres	100.0	8.0	0.7	18.1	12.7	26.0	8.8	4.0	21.1	0.4
	Mujeres	100.0	3.6	0.2	13.7	0.6	25.3	2.0	3.2	51.2	0.2

## Mecanismos de contagio de la crisis

### ✓ Financiera

- Restricción al crédito internacional (mayor costo)

### ✓ Económica

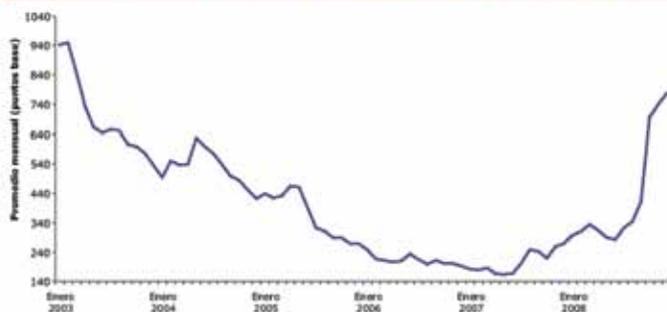
- Reducción en las exportaciones
- Caída en el precio de commodities
- Reducción de remesas desde países centrales
- Caída en la inversión privada (extranjera y nacional)
- Impactos negativos en el turismo

### Segunda vuelta

- Aumento del desempleo y caída en los ingresos reduce el consumo



## Spread soberano de AL (EMBI + SPREA) 2003 – 2008 (promedio mensual, puntos base)

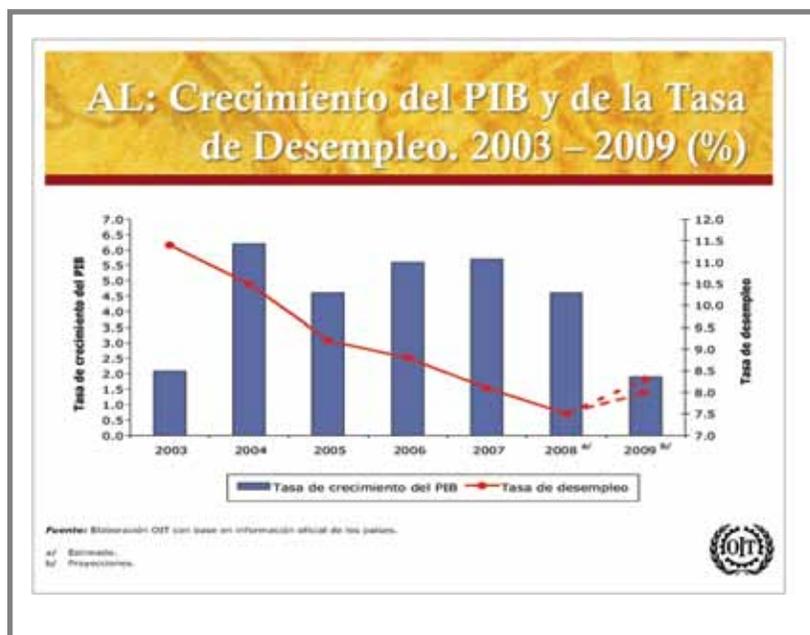


Fuente: Elaboración OIT con base en JP Morgan Chase.





- ### Efectos potenciales sobre mercado de trabajo y sistemas de pensiones
- Desempleo y aumento de la informalidad
  - Reducción de los ingresos provenientes del trabajo y aumento de la pobreza
  - Disminución de la rentabilidad de los fondos de pensiones con impactos negativos sobre las tasa de reemplazo
  - Reducción de la cobertura
  - Aumento de las brechas de contribución y reducción de la densidad de cotizaciones
  - Aumento de la evasión y morosidad
  - Reducción de la recaudación
  - Aumento de la entrada en beneficios por invalidez, enfermedad, incapacidad temporaria
  - Retiro anticipado
- 



### Desaceleración económica y crecimiento del desempleo

- Hacia octubre del 2008 la OIT alertaba que podía haber 20 millones de nuevos desocupados en el mundo . En 2009 El Informe de Tendencias Mundiales del Empleo 2009 ajustaba esta cifra hasta 50 millones
- En AL, el Panorama Laboral prevé un aumento desde 7.3 % en 2008 a 7.9 y hasta 8.3 % en 2009 en el peor escenario. Esto significa que habrá entre 1.5 y 2.4 millones de nuevos desocupados
- Característica dominante de esos nuevos desocupados: hombres, jefes de hogar

## Reflexiones sobre la crisis

- A diferencia de otras crisis anteriores, en ésta la solución no pasará por el aumento en las exportaciones
- Evitar políticas proteccionistas con respecto a las importaciones
- Retracción de la inversión privada (nacional y extranjera) sólo podrá ser parcialmente compensada por mayor inversión pública
- En esta crisis cumplirá un papel fundamental la protección del consumo interno, lo cual implica proteger el empleo, el poder adquisitivo de los salarios y los ingresos, y fortalecer los sistemas de protección social con transferencia de ingresos (estabilizadores automáticos) y aumentar crédito

## Reflexiones sobre la crisis

- Necesidad de implementación de paquetes de estímulo priorizando gastos e inversión con alto impacto en el empleo. Espacio fiscal varía entre países.
- Apoyo específico a las Micro y Pequeñas Empresas (crédito)
- Fortalecimiento de los programas de protección social: Bolivia (Renta de dignidad), Brasil (Bolsa Familia), Chile (Fondo de Cesantía), Costa Rica (Juntos), Ecuador (Avancemos), Guatemala (Red solidaria), México (Seguro social para desempleados), Perú (Juntos)
- Programas de empleo de emergencia : Argentina (Jefes y Jefas de hogar), Chile (PROEMPLEO), México (Programa de Empleo Temporal), Fondo de contingencia en Chile (se activa cuando tasa de desempleo supera el 10 %). Retener jóvenes en sistema educativo formal y profesional

## Puntos para debate

- ¿Cuál es el rol de los fondos de pensiones en los paquetes de estímulo a la economía? ¿Cómo conciliar los objetivos económicos y sociales?
  - Facilitar crédito
  - Inversiones en infraestructura
  - Generación de empleo



## Cobertura de pensiones en América Latina



## Mensuración de la cobertura en sistemas de pensiones

### ■ La fotografía

- Contribuyentes / PEA (\*); contribuyentes / población ocupada; contribuyentes / trabajadores dependientes; contribuyentes / población afiliación obligatoria
- Beneficiarios / Población elegible (ejemplos: mayor de 65 años (\*), bajo la línea pobreza, inválidos, familias pobres con niños, etc)



### ■ La película

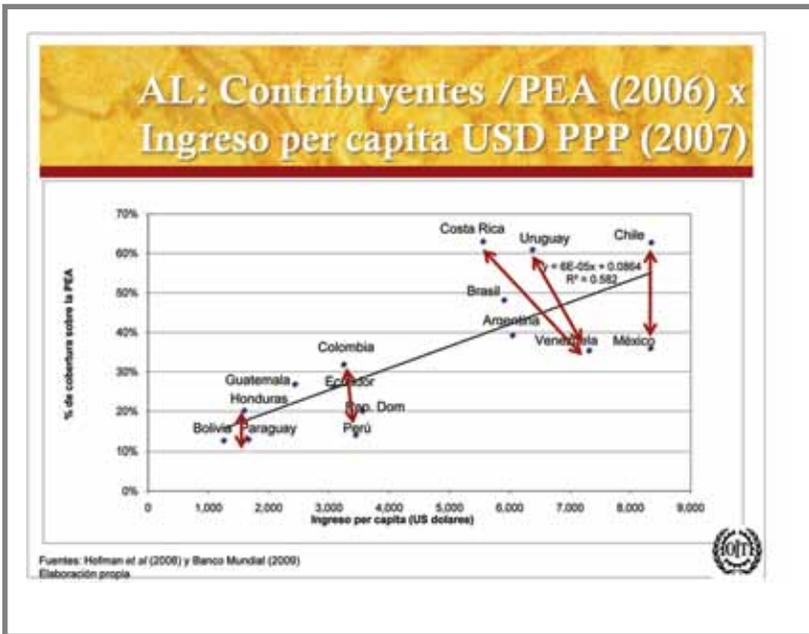
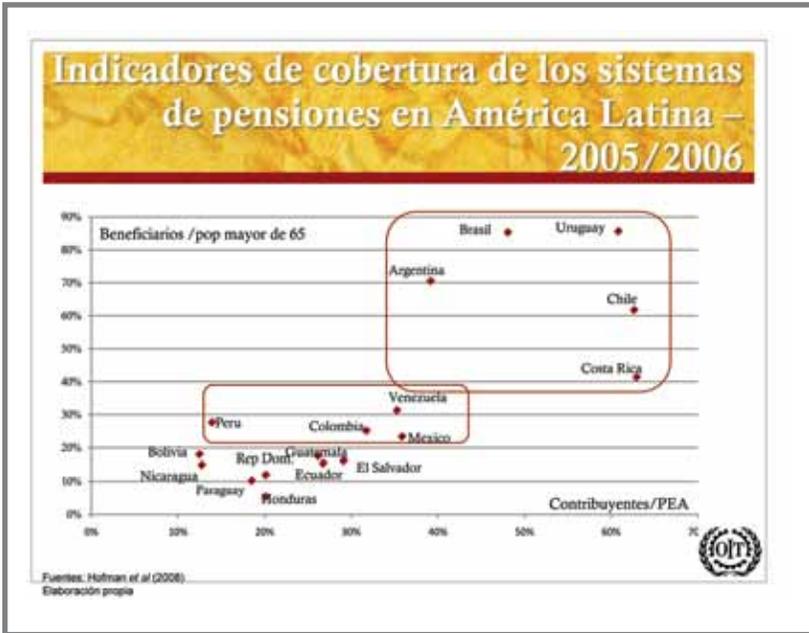
- Histórico laboral y densidad de cotizaciones
  - Número de meses cotizados / meses de trabajo

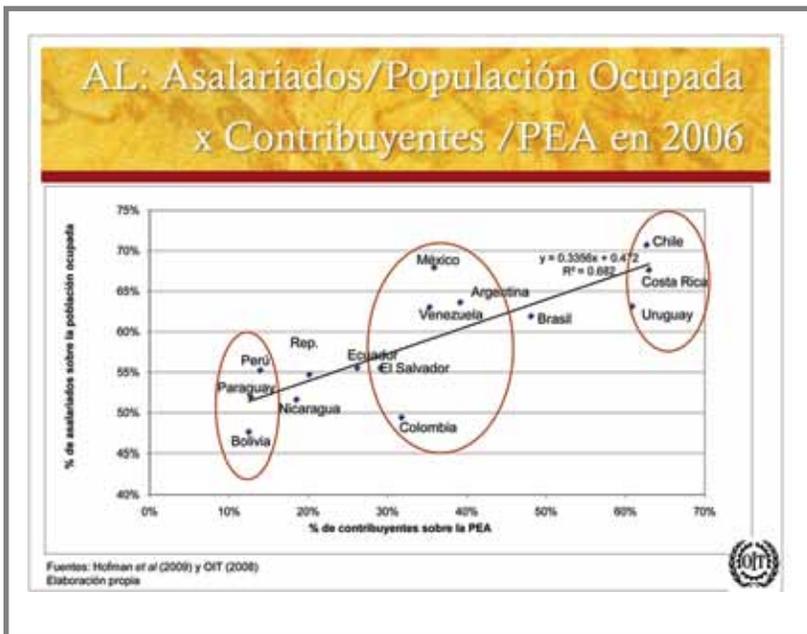
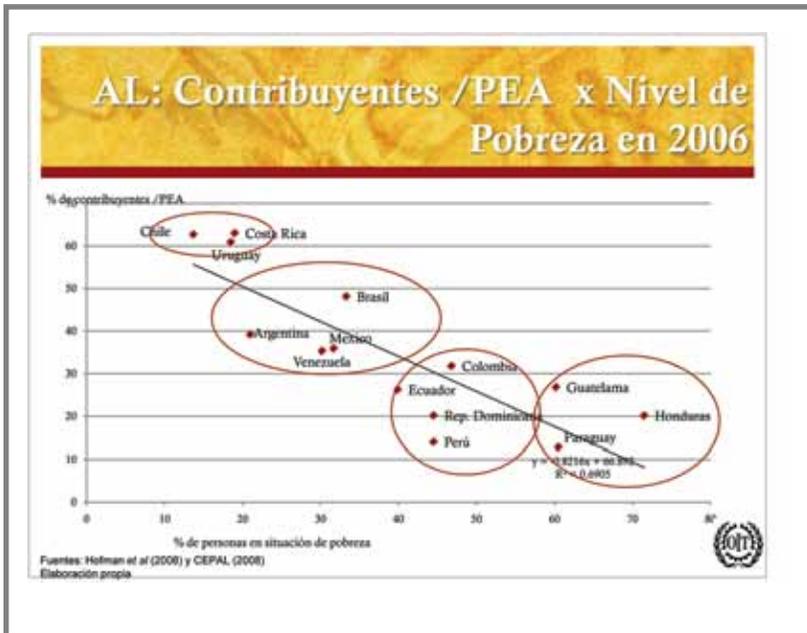


## Determinantes de la cobertura de la seguridad social en América Latina

- Nivel de ingreso y su distribución (ingreso per cápita; pobreza y coeficiente de Gini)
- Estructura económica y de empleo (concentración del empleo en los sectores primario, secundario y terciario; tamaño de las empresas; trabajo dependiente, autónomo, doméstico, trabajo no remunerado)
- Diseño institucional (programas contributivos y no contributivos, sistemas de reparto y capitalización; eficiencia y adecuación de los sistemas de pensiones - tasas de reemplazo y costos administrativos; imagen y credibilidad)







## Algunos atributos estadísticos de los infomales

- Trabajadores rurales
- Autónomos
- Domésticos
- Asalariados de las PYMES
- 1º y 2º quintiles más pobres
- Sectores de la economía: servicios, construcción civil y transporte
- Jóvenes



## Medidas para aumentar la cobertura contributiva

- Empresa prestadoras de servicios y autónomos: subrogación de la obligación de la cotización de la empresa contrata
- Prestación de servicios al sector público condicionada a certificado de regularidad de cotizaciones
- Construcción civil: cotización con base en el m<sup>3</sup> construido
- Empleo doméstico: deducción de la base imponible del impuesto sobre la renta de las familias



## Medidas para aumentar la cobertura contributiva

- Autónomos que prestan servicio a empresa = asalariado, con subrogación de la obligación de cotización
- Autónomos: Sistema financiero ofrece préstamos subsidiados bajo presentación del Certificado de Regularidad Previsional
- Prestación de servicios a entidades públicas
- Posibilidad de cotizaciones trimestrales, semestrales, anuales...



## Medidas para aumentar la cobertura contributiva

- Autónomos: premio a la regularidad – después de 12 contribuciones seguidas, la 13a es gratis
- Bonos para atraer los jóvenes: la primera es gratis
- Delegación de la posibilidad de cotización a cooperativas y asociaciones
- Periodo de gracia para microempresas
- Substitución de fuentes para microempresas y trabajadores rurales



## Medidas para aumentar la cobertura contributiva

- Monotributo para Pymes y autónomos
- Planes diferenciados de acuerdo con la capacidad de cotización
- Planes de educación, comunicación y mercadeo
- Reforma gerencial: facilidad de afiliación (mecanismos on line) y cotización (debito directo cuenta corriente y tarjeta de crédito) y eficiencia en la prestación de servicios

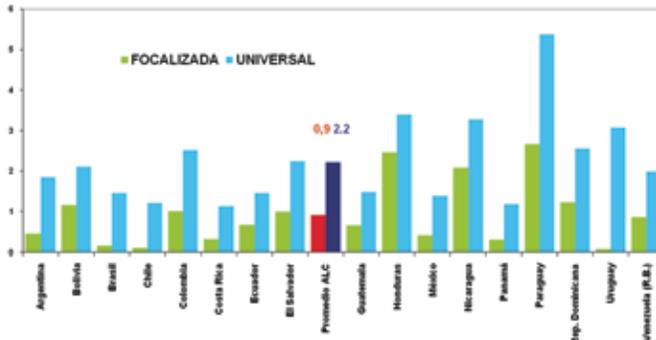


## Consideraciones finales

- Crecimiento económico con aumento del ingreso per cápita y disminución de la pobreza son condiciones necesarias pero no suficientes para aumentar la cobertura contributiva
- La cobertura está mucho más relacionada con la estructura del mercado de trabajo que el tipo de régimen de financiamiento del sistema (reparto o capitalización)
- Todavía hay espacio para aumento de la cobertura contributiva, pero....
- Rol de las pensiones no contributivas: La expansión del empleo forma ha sido insuficiente para garantizar la extensión de la cobertura
- En dirección al universalismo progresivo



AL: ¿Cuál es el costo fiscal en relación al PIB de una pensión universal o focalizada que reduciría en 50% la pobreza de los adultos mayores con edad superior a 65 años?



Fuente: CEPAL (2006)



## 2 mensajes finales

- *“La extensión de la cobertura de la protección social no es solamente una respuesta para aliviar los efectos de la crisis, pero parte de las soluciones para superarla”*
- *“El problema de la pobreza en el mundo no es de falta de recursos, pero de falta de prioridades correctas”*

Juan Somavía, Director General de la OIT





**Exposición**

---

Joaquín Melgarejo



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

# NUEVAS TENDENCIAS DE MODELOS DE SUPERVISIÓN: "TWIN PEAKS MODEL"

**Joaquín Melgarejo**  
Jefe Áreas Financiera e Internacional Planes y Fondos de Pensiones  
DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES  
MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA  
ESPAÑA

DCSFP 1 de 20

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

## INDICE

1. CONSIDERACIONES GENERALES
2. LA FUNCIÓN SUPERVISORA
3. LOS MODELOS FUNCIONALES
4. ULTIMOS DISEÑOS SUPERVISORES EN EUROPA

DCSFP 1 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**REGULACIÓN/SUPERVISIÓN**

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

- **INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA.**
- **CONFLICTOS ENTRE INSTRUMENTOS**
- **REGULACIÓN**
- **SUPERVISIÓN**
- **INTERRELACIÓN:**

DGSFP 3 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**ALGUNOS PROBLEMAS: IMPACTO DE LA CRISIS EN LA UE**

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

- **DEFINICIONES DE ENTIDADES FINANCIERAS**
- **OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN**
- **PRÁCTICAS CONTABLES**
- **METODOLOGÍAS DE EVALUACIÓN DE RIESGOS**
- **CUANTÍA Y MÉTODOS DE CÁLCULO DE RESERVAS Y PROVISIONES TÉCNICAS.**
- **FONDOS DE GARANTÍA**
- **ACTIVOS APTOS EN QUE PUEDEN INVERTIR LAS ENTIDADES FINANCIERAS.**

DGSFP 4 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

## FINALIDAD DE LA SUPERVISIÓN

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

**PROTECCIÓN CONSUMIDORES**

**FOMENTO DEL SECTOR**



**ESTABILIDAD**

DGSFP 3 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

## EL SUPERVISOR

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

- ❖ PROFESIONAL (cultura supervisora)
- ❖ TÉCNICO (independencia)
- ❖ RECICLADO (constantemente)

*... pero nunca es un profeta*

No adivina ni anticipa la evolución de los mercados, sino debe crear estructuras resistentes a los distintos escenarios que se pueden presentar

DGSFP 8 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**ELEMENTOS QUE CARACTERIZAN LOS MODELOS DE SUPERVISIÓN**

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

- CUANTITATIVA & CUALITATIVA
- PRUDENT MAN APPROACH & CONTINENTALES
- BASADA EN RIESGO & EN NORMAS
- PROSPECTIVA & RETROSPECTIVA
- NACIONAL & TRANSFRONTERIZA
- FINANCIERA & SOCIAL Y LABORAL

DCSFP 7 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**DIMENSIONES DE LA SUPERVISIÓN**

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

- ❖ MACROSUPERVISIÓN
- ❖ MICROSUPERVISIÓN
- ❖ CONDUCTAS
- ❖ DEFENSA PARTICÍPE

DCSFP 8 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

## CONTENIDO DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

- ❖ BANCA
- ❖ VALORES
- ❖ SEGUROS
- ❖ PREVISIÓN SOCIAL

DGSFP 9 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

## CASO ESPAÑOL

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

### 2 REGULADORES

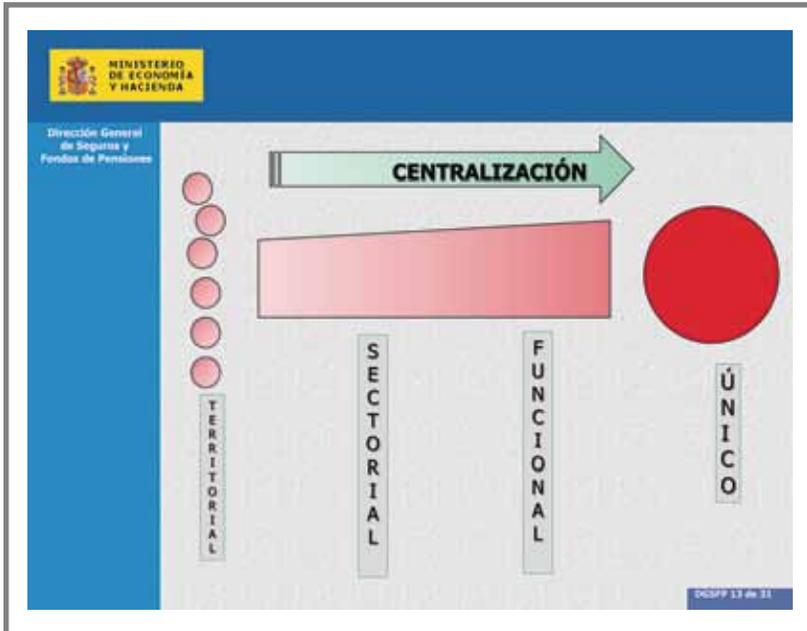
- ❖ **DGTFP**: BANCA Y VALORES
- ❖ **DGSFP**: Seguros y Pensiones
  - Interrelación con otras áreas normativas: negociación colectiva

### 3 SUPERVISORES

- ❖ **BANCO DE ESPAÑA** : Banca
- ❖ **CNMV**: Valores
- ❖ **DGSFP**: Seguros y pensiones

DGSFP 10 de 31





<b>MODELO SECTORIAL</b>	
<b>VENTAJAS</b>	<b>INCONVENIENTES</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ PROXIMIDAD</li><li>➤ ESPECIFICIDADES</li><li>➤ EFECTO ÁRBOL DE NAVIDAD</li><li>➤ LEVIATÁN</li><li>➤ NO EXISTE UNA REGULACIÓN UNIFORME: DISTINTO GRADO DE EVOLUCIÓN DE LOS PILARES.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ MURALLAS CHINAS</li><li>➤ ARBITRAJES</li><li>➤ COORDINACIÓN</li></ul>

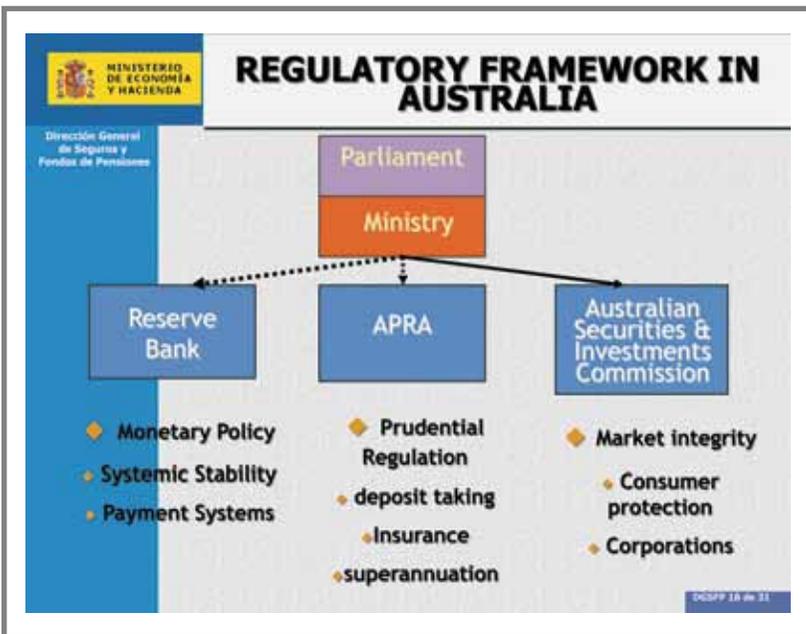
The table is part of a slide from the 'MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA', 'Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones'. The bottom right corner contains the code 'DGSFP 14 de 31'.



**ESTADO DE LA CUESTIÓN**

- ❖ **GLOBALIZACIÓN: CRISIS**
- ❖ **LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN**
- ❖ **SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO**
- ❖ **MURALLAS CHINAS** : El Riesgo sistémico.

A small box in the bottom right corner reads "DGSFP 16 de 31".



**MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**REGULATORY FRAMEWORK IN AUSTRALIA**

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

1. The Australian Taxation Office (ATO) supervisa pequeños planes de pensiones autogestionados (1-4 members).
2. Hay aproximadamente 350.000 y representan un 30% del total de los fondos de pensiones de empleo.
3. No se considera necesaria la supervisión prudencial y por tanto no dependen de APRA.

DCSFP 19 de 31

**MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**MODELO HOLANDES**

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

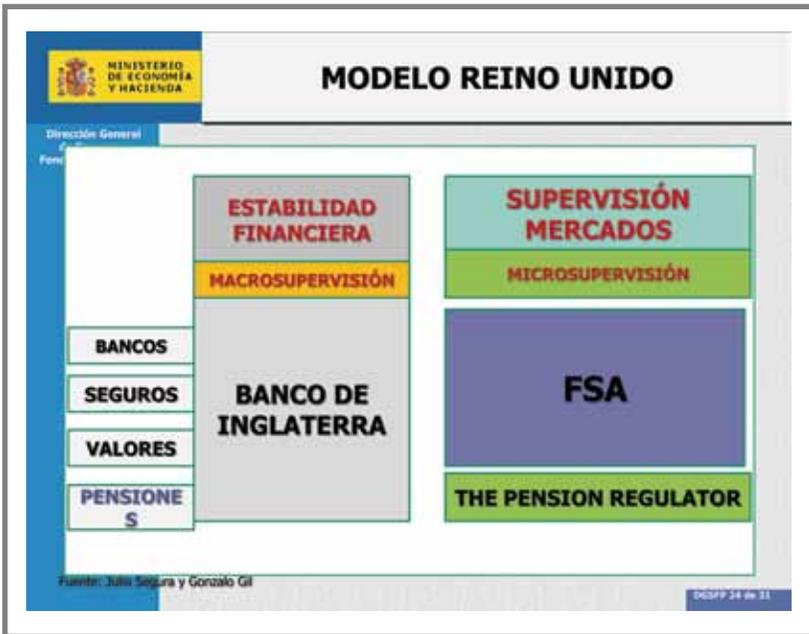
The diagram illustrates the Dutch regulatory model. At the top, 'ESTABILIDAD FINANCIERA' (Financial Stability) and 'SUPERVISIÓN MERCADOS' (Market Supervision) are shown. Below these, 'MACROSUPERVISIÓN' (Macro-supervision) and 'MICROSUPERVISIÓN' (Micro-supervision) are indicated. The central focus is 'DNB De Nederlandsche Bank', which oversees 'BANCOS' (Banks), 'SEGUROS' (Insurance), 'VALORES' (Securities), and 'PENSIONES' (Pensions). To the right, 'AMF' (Autoriteit Financiële Markten) is shown as the market supervisor. The source is cited as 'Fuente: Julio Segura y Gonzalo Gil'.

Fuente: Julio Segura y Gonzalo Gil

DCSFP 20 de 31



- 
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**  
Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
- ### APLICACIÓN PRÁCTICA A PLANES
- REGULACIÓN DIFERENTE
  - INTEGRACIÓN CULTURAL
  - INTEGRACIÓN ORGÁNICA
  - INTEGRACIÓN FUNCIONAL
  - INTEGRACIÓN RECURSOS HUMANOS
- DGSPF 22 de 31



 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**MODELO DESCENTRALIZADO**

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

<b>VENTAJAS</b>	<b>INCONVENIENTES</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>MODELO POLÍTICO</b></li><li>➤ <b>REFLEJA REALIDAD TERRITORIAL</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>EFICIENCIA</b></li><li>➤ <b>CONTROL TRANSFRONTERIZO</b></li><li>➤ <b>GAPS&amp;OVERLAPS</b></li></ul>

DGSFP 23 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**MODELO USA**

**Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**

- 1. La estructura de supervisión financiera es básicamente la misma desde hace 70 años e implica hasta 8 agencias.**
- 2. Reforma del sistema: ¿ modelo Twin Peaks?**
- 3. Principio de regulación objetiva, con tres entidades de control:**
  - La estabilidad del mercado.
  - La regulación prudencial.
  - Las conductas del mercado

DGSFP 30 de 31

 MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

**DE LAROSIÈRE**  
Una propuesta de respuesta a la crisis financiera

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

**3 áreas fundamentales:**

1. Nueva agenda para la regulación
2. Mayor coordinación de la supervisión
3. Procedimientos de gestión de situaciones de crisis más efectivos

DCSFP 27 de 31

 MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

**DE LAROSIÈRE**  
Una propuesta de respuesta a la crisis financiera

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

**REGULACIÓN**

- Mejorar gestión de **riesgos**
- Mejorar los **mecanismos sistémicos** de absorción de riesgos
- Debilitar los **amplificadores pro-cíclicos** (morosidad)
- Fomentar la **transparencia**
- **Redirigir los incentivos** en los mercados financieros.

DCSFP 28 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

**DE LAROSIÈRE**  
**Una propuesta de respuesta a la crisis financiera**

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

**SUPERVISIÓN**

- Estructura federal de supervisión
- Respeto a supervisores nacionales
- Se crean 3 supervisores europeos: banca, valores y seguros
- Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF): Colegios de Supervisores

DSFPF 29 de 31

 **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA**

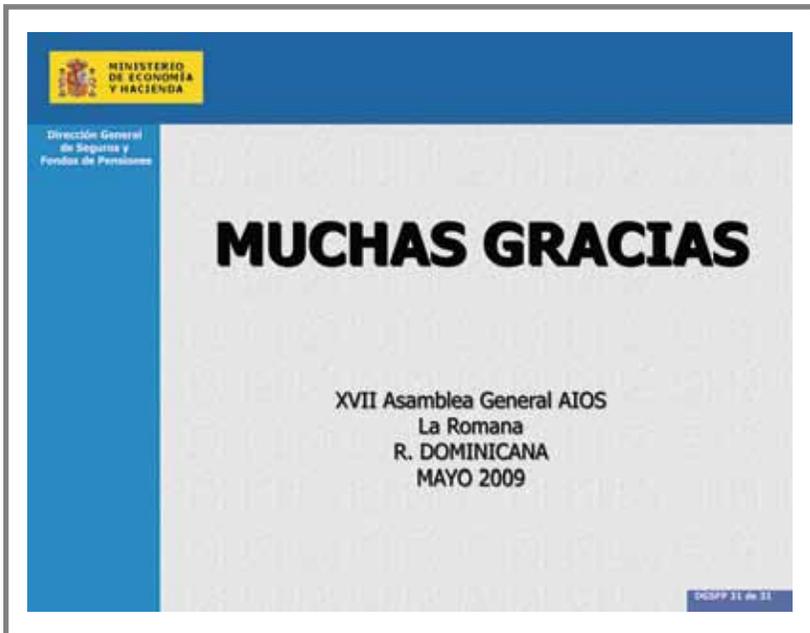
**DE LAROSIÈRE**  
**Una propuesta de respuesta a la crisis financiera**

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

**Procedimientos de gestión de situaciones de crisis más efectivos**

- **Consejo Europeo de Riesgo Sistémico**
  - ❖ Su función sería poner en marcha un sistema efectivo de alerta rápida ante los riesgos del sistema.
  - ❖ Londres, el principal centro financiero europeo, escapa del ámbito de acción del BCE: los dieciséis países que comparten el euro como moneda única.

DSFPF 30 de 31



**Exposición**

---

Guillermo Martínez



**PrimAmérica**  
CONSULTORES



**Los Productos de Desacumulación en  
los Fondos de Pensiones de  
Capitalización Individual\***

Guillermo Martínez B.  
PrimAmérica Consultores

\*Presentado en XVII Asamblea General AIOS  
21 y 22 de Mayo, 2009  
La Romana, República Dominicana

## Agenda

### 1. Modalidades de Pensión

- 1.1 Renta Vitalicia
- 1.2 Retiro Programado
- 1.3 Combinaciones de Renta Vitalicia y Retiro Programado
- 1.4 Otras Modalidades de Pensión y Beneficios
- 1.5 Comparación entre Modalidades de Pensión
- 1.6 Modalidades de Pensión en Varios Países
- 1.7 Riesgos para el Pensionado

### 2. Resultados de la Experiencia

### 3. Lecciones para la Regulación de Modalidades de Pensión

## 1. Modalidades de Pensión

---

### 1.1 Renta Vitalicia

**Definición:** es un contrato entre una persona y una compañía de seguros. La persona compra, mediante el pago de una prima única (comúnmente el saldo de la cuenta de capitalización individual del fondo de pensiones), un flujo de ingreso cierto de por vida (comúnmente una renta mensual, constante en términos reales o en una moneda fuerte).

Existen al menos 4 pares de tipos de Rentas Vitalicias :

- ✓ Renta Vitalicia Fija
  - ✓ Renta Vitalicia Variable  1° Par de Rentas Vitalicias
  - ✓ Renta Vitalicia Inmediata
  - ✓ Renta Vitalicia Diferida  2° Par de Rentas Vitalicias
  - ✓ Renta Vitalicia Simple
  - ✓ Renta Vitalicia con Período  3° Par de Rentas Vitalicias
  - Garantizado de pago
  - ✓ Renta Vitalicia Personal  4° Par de Rentas Vitalicias
  - ✓ Renta Vitalicia Familiar 
- 

## 1. Modalidades de Pensión

---

### 1.2 Retiro Programado

**Definición:** es un producto mediante el cual el pensionado mantiene su C.C.I. y retira mensualidades cuyo valor se calcula dividiendo el saldo acumulado por el C.N.U.

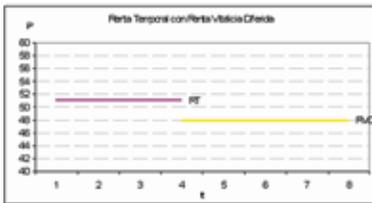
#### Diferencias con las rentas vitalicias

- ✓ **Riesgos:** el pensionado conserva los riesgos de longevidad y de inversión.
  - ✓ **Herencia:** los fondos son de propiedad del pensionado, por lo que a su muerte (o a la muerte del último de sus beneficiarios) constituyen herencia para sus familiares.
  - ✓ **Posibilidad de cambio:** la decisión de RV es irrevocable, la de RP es cambiable en el tiempo
  - ✓ **Recálculo de Pensión:** con una periodicidad anual, y en base a la supervivencia del grupo familiar y a la rentabilidad efectiva de los fondos, se hace un recálculo de la pensión a retirar en el próximo período.
  - ✓ **Proveedores:** no requieren ser aseguradoras, usualmente son los propios Fondos de Pensiones.
  - ✓ **Solvencia:** los Fondos de Pensiones, a diferencia de las CSV, no están sujetos al riesgo de insolvencia o quiebra.
-

## 1. Modalidades de Pensión

### 1.3 Combinaciones de Renta Vitalicia y Retiro Programado

- ✓ **Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida:** Modalidad de pensión contratada por un corto periodo de tiempo con una administradora de fondos de pensiones, seguida de una renta vitalicia que se comienza a pagar al término de ese periodo temporal.
- ✓ **Retiro Programado con Renta Vitalicia Inmediata:** El saldo de la cuenta individual se divide en dos para comprar, por una parte un retiro programado con una administradora y por otra una renta vitalicia inmediata con una aseguradora.



## 1. Modalidades de Pensión

### 1.4 Otras Modalidades de Pensión y Beneficios

#### Retiros de dinero del tipo "lump Sum"

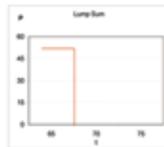
• **Retiro de excedentes:** es el capital que queda en la Cuenta de Capitalización Individual después que el afiliado hace efectiva su pensión.

Requisitos para realizar el retiro de excedentes en Chile:

- Tener 10 años de afiliación en cualquier sistema previsional,
- Financiar una pensión mayor o igual al 80% de la pensión máxima con aporte solidario, y
- Financiar una pensión mayor o igual al 70% del promedio actualizado de las remuneraciones imponibles de los últimos 10 años anteriores a la fecha en que se acogieron a pensión.

• **Pago único:** es el retiro en una sola cuota del saldo acumulado en la cuenta individual del afiliado.

No está permitido en las legislaciones de América Latina.



## 1. Modalidades de Pensión

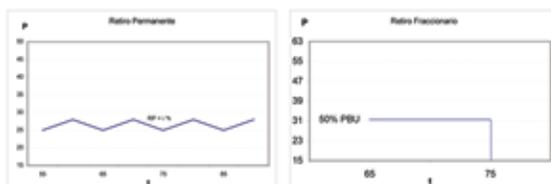
### 1.4 Otras Modalidades de Pensión y Beneficios

#### Retiro permanente:

En esta modalidad de pensión el afiliado mantiene los fondos en la administradora, pero cada mes recibe a cambio los rendimientos generados. Una vez que fallece, el monto principal lo hereda la persona o personas que él decida.

#### Retiro fraccionario:

Sólo podrán optar por esta modalidad los afiliados cuya pensión (calculada tomando en consideración el saldo de la cuenta de capitalización individual, la edad del afiliado y de sus beneficiarios) sea inferior al 50% del equivalente a la máxima PBU\*. La cantidad de fondos a retirar mensualmente será equivalente al 50% del haber correspondiente a la máxima PBU vigente al momento de cada retiro. La pensión se extinguirá cuando se agote el saldo de la cuenta de capitalización individual.



\*PBU: Prestación Básica Universal (aprox. US\$ 63)

## 1. Modalidades de Pensión

### 1.5 Comparación entre Modalidades de Pensión

		Producto			
		Retiro Programado (RP)	Renta Vitalicia Inmediata (RVI)	Renta Temporal con renta Vitalicia Diferida	Renta Vitalicia Inmediata con Retiro Programado
Características	Administración	AFP	Clas. De Seguros de Vida	RT: AFP RVD: CSV	RP: AFP RV: CSV
	Posibilidad de Cambio de Modalidad	Siempre	No	Sólo anticipar RVD	RVI: No RP: Si
	Propiedad de los Fondos	Afiliado	Clas. De Seguros de Vida	RT: Afiliado RVD: CSV	RT: Afiliado RVD: CSV
	Monto de Pensión	Variable	Constante	RT: Variable RVD: Constante	RT: Variable RVD: Constante
	Derecho acceso a Garantía Estatal o Aporte Previsional Solidario	Si	Si	Si	Si

Fuente: Macías, Osvaldo - Intendente de Seguros, Superintendencia de Valores y Seguros (Chile)

## 1. Modalidades de Pensión

### 1.5 Comparación entre Modalidades de Pensión

		Producto			
		Retiro Programado (RP)	Renta Vitalicia Inmediata (RVI)	Renta Temporal con renta Vitalicia Diferida	Renta Vitalicia Inmediata con Retiro Programado
Características	Monto del Beneficio	En general el valor inicial es mayor	En general el valor inicial es menor	RT es mayor RV es menor	Entre RV y RP.
	Herencia	El saldo no utilizado para pensiones pasa íntegramente a los herederos	Está limitada, depende del diseño específico del producto	Está limitada, depende del diseño específico del producto	En RV está limitada, depende del producto
	Riesgo de Longevidad	Es retenido por el Pensionado	Es traspasado íntegramente al asegurador	Es traspasado al asegurador	Es compartido entre el pensionado (RP) y el asegurador (RV)
	Riesgo de Inversión	Es retenido por el Pensionado	Es traspasado al asegurador	Es retenido por el pensionado (RT) y traspasado al asegurador (RVD)	Es compartido entre el pensionado (RP) y el asegurador (RV)

Fuente: Macías, Osvaldo - Intendente de Seguros, Superintendencia de Valores y Seguros (Chile)

## 1. Modalidades de Pensión

### 1.6 Modalidades de Pensión en Varios Países

Países	Retiro Programado	Renta Vitalicia	Retiro Permanente	Retiro Fraccionario	Retiro Programado o Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida
Argentina	Si	Si		Si	
Bolivia*		Si			
Bulgaria	Si	Si	Si		
Chile	Si	Si			Si
Colombia	Si	Si			Si
Costa Rica		Si	Si		
Croacia	No	Si			
El Salvador	Si	Si/No			Si
Hungría	No	Si			
Macedonia	Si	Si			
México	Si	Si			
Perú	Si	Si			Si
Polonia	No	Si			
República Dominicana	Si	Si			
Uruguay		Si			

\* Mensualidad Vitalicia Variable

Fuente: Mitch Wiener (2006); PrimAmérica Consultores; Series de Regulaciones Comparadas, "MODALIDADES DE PENSIÓN EN LOS SISTEMAS DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL EN LOS PAÍSES".

## 1. Modalidades de Pensión

### 1.7 Riesgos para el pensionado

	Longevidad	Rentabilidad	Solvencia
Retiro Programado	Si	Si	No
Retiro Fraccionario	Si	Si	No
Retiro Permanente	No	Si	No
Mensualidad Vitalicia Variable	Si	Si	No
Renta Vitalicia			
Fija	No	No	Si
Variable	No	Si	Si

Fuente: Series de Regulaciones Comparadas, "MODALIDADES DE PENSIÓN EN LOS SISTEMAS DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL", FIAP Abril 2008

## 2. Resultados de la Experiencia

### ¿Quiénes eligen rentas vitalicias?

- a) Personas que dependan exclusivamente de este tipo de pensiones como única fuente de ingresos o que no tengan otros ingresos o patrimonio.
- b) Las personas que sean aversas al riesgo o no pueden enfrentar el riesgo de las inversiones y/o de longevidad.
- c) En general, personas de más edad tienden a preferir la seguridad de las RV.
- d) Los hombres tienden a elegir más RV que las mujeres.

## 2. Resultados de la Experiencia

### ¿Quiénes eligen retiro programado?

- a) Trabajadores con bajo saldo:
- ✓ Obligados si la pensión autofinanciada es < 100% PMG (caso de Chile)
  - ✓ Aquellos que ven en la PMG un seguro gratuito, y que están dispuestos a ganar el "upside" asociado a conservar la propiedad de los fondos. Como la pensión no puede caer bajo la PMG, el RP "domina" a la RV
- b) Trabajadores con muy alto saldo y/o de gran patrimonio: aquellos que disponen de otras fuentes de ingresos y no temen al riesgo de inversión del RP
- c) Los que se saben de corta expectativa de vida (p. ej., inválidos) o tienen gran interés en la herencia.

## 2. Resultados de la Experiencia

### Una medida de precio justo en RV: Money's Worth Ratios

Money's Worth Ratios for Chile Estimated by James, Martinez, and Iglesias (2006) for 1999 and 2003

	March 1999		March 2003		
	RV-98 Period Risk-free rate UF1,000 Premium	RV-98 Period Risk-free rate UF1,000 Premium	RV-98 Cohort Risk-free rate UF1,000 Premium	RV-98 Cohort Risk-free rate UF4,000 Premium	RV-98 Cohort Corp. Bond rate UF1,000 Premium
Male,65	0,979	0,981	1,012	1,013	0,925
Male,55		0,941	0,976	0,999	0,879
Female,60	0,963	0,925	0,958	0,992	0,845
Female,55		0,899	0,929	0,977	0,810
Joint	1,000	0,977	1,008	1,025	0,883

Fuente: "Developing Annuities Markets, The Experience of Chile", Roberto Rocha & Craig Thorburn, World Bank

## 2. Resultados de la Experiencia

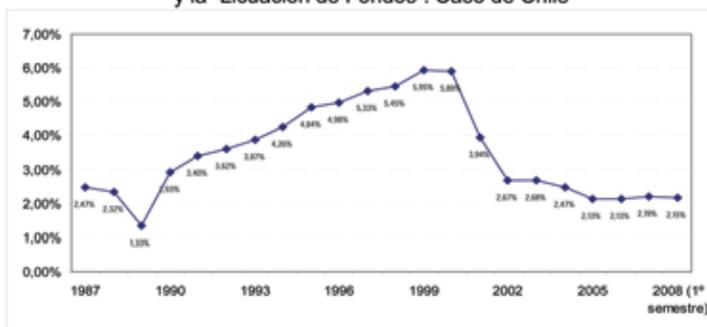
### ***Influencia de algunos componentes del sistema previsional sobre la elección de rentas vitalicias versus retiro programado:***

- ✓ Garantía del Estado a las rentas vitalicias: favorece a las RV
- ✓ Garantía del Estado a la pensión mínima: en saldos bajos, favorece al RP
- ✓ Existencia de otras pensiones del Estado o garantizadas por éste: reemplazan o sustituyen a las RV y aminoran su demanda
- ✓ RV no ajustadas a la variación del IPC o no denominadas en una moneda dura: en un contexto inflacionario, pueden perder valor en el tiempo, y por ello ser preferible el RP (que ofrece algún grado de protección a la inflación).

## 2. Resultados de la Experiencia

### ***El Problema de los Costos de Intermediación en Rentas Vitalicias***

Comisiones de Ventas de Rentas Vitalicias (% de Prima Única)  
y la "Licuación de Fondos": Caso de Chile



Fuente: PrimAmérica sobre la base información SVS.

### 3. Lecciones para la Regulación de Modalidades de Pensión

---

#### *Aspectos a Considerar en la Regulación de Modalidades de Pensión*

##### **Regulaciones de Producto:**

- ✓ Qué tipo de RV (indexada, variable, etc.) y la disponibilidad de inversiones (M<sup>o</sup> nacional y extranjero)
  - ✓ Frecuencia y fórmula de cálculo de RP (tablas de mortalidad H y M, tasas de interés)
  - ✓ Combinaciones entre pensiones
  - ✓ Beneficiarios y sus %s
  - ✓ Requisitos para pensionarse (edad, \$)
  - ✓ Retiros tipo lump sum
  - ✓ Cuota mortuoria o seguro de sepelio
  - ✓ Préstamos a pensionados de RV
- 

### 3. Lecciones para la Regulación de Modalidades de Pensión

---

#### *Aspectos a Considerar en la Regulación de Modalidades de Pensión*

##### **Regulaciones de Comercialización:**

- ✓ Intermediarios (asesores previsionales, corredores, agentes de ventas)
- ✓ Comisiones (máximas) a intermediarios
- ✓ Acceso a fondos de C.I. para comisiones
- ✓ Publicidad
- ✓ Simulaciones y comparaciones de pensiones
- ✓ Sistema de cotización electrónico (SCOMP)

##### **Garantías Estatales:**

- ✓ PMG
  - ✓ Garantía estatal a pensiones (RV)
-

### 3. Lecciones para la Regulación de Modalidades de Pensión

---

#### *Aspectos a Considerar en la Regulación de Modalidades de Pensión*

##### **Riesgos y Supervisión de Proveedores de RV (CS):**

- ✓ Regulaciones de Patrimonio y Endeudamiento (RBK, Margen de Solvencia)
- ✓ Calce de Activos y Pasivos
- ✓ Test de Suficiencia de Activos
- ✓ Reaseguros
- ✓ Reservas Técnicas (TM, I)
- ✓ Clasificación de riesgo

##### **Regulaciones de Inversiones:**

- ✓ Diversificación por tipo y emisor
- ✓ Calce de monedas y plazo
- ✓ Multifondos para AFP.

##### **Información y educación a afiliados y pensionados**

---

### 3. Lecciones para la Regulación de Modalidades de Pensión

---

#### *Las Modalidades de Pensión que Debieran Permitirse*

- ✓ **Rentas vitalicias** son un producto de aceptación general, que ofrece la cobertura de los riesgos de longevidad e inversión

Sin embargo, RV no indexadas pueden ser un riesgo importante, sólo abordable por RV variables

La obligación de comprar una RV puede ser excesivamente rígida, en particular en presencia de pensiones paralelas del sistema público

- ✓ **Retiros programados** son una buena opción alternativa para personas de bajos ingresos (mayor mortalidad) y para aquellos que pueden asumir los riesgos de inversión y longevidad

Puede ser óptimo el permitir la combinación de RV y RP, ya sea en RV diferida con renta temporal o RV inmediata con RP

La existencia de una modalidad como retiro programado puede permitir recuperar los capitales perdidos en una crisis financiera justo antes de pensionarse

---

### 3. Lecciones para la Regulación de Modalidades de Pensión

---

#### *Las Modalidades de Pensión que Debieran Permitirse*

- ✓ Los **retiros de tipo lump sum** debieran permitirse sólo una vez cubiertas o garantizada la cobertura de las necesidades de largo plazo
- ✓ El **retiro fraccionario** tiene sentido como alternativa a pensiones que de lo contrario, por bajos saldos, alcanzarían niveles muy bajos
- ✓ El **retiro permanente** parece una modalidad excesivamente conservadora, poco aplicable por sus bajas pensiones

---

PrimAmérica  
CONSULTORES

PrimAmérica  
CONSULTORES



### Los Productos de Desacumulación en los Fondos de Pensiones de Capitalización Individual\*

---

Guillermo Martínez B.  
PrimAmérica Consultores

\*Presentado en XVII Asamblea General AIOS  
21 y 22 de Mayo, 2009  
La Romana, República Dominicana

---



**Exposición**

---

Alberto Musalem



## Retos de los sistemas de pensiones ante el entorno internacional

Seminario: "Sistemas de Capitalización Individual, Tendencias y  
Perspectivas para los Ahorros Previsionales"

Asociación Internacional de Organismos de Supervisión  
de Fondos de Pensiones (AIOS)

La Romana, República Dominicana, 22 de Mayo 2009

Hugo Bertín\* y Alberto R. Musalem\*\*

\* Ex-Gerente de Estudios Estratégicos y Estadísticas. Ex-Superintendencia de AFJP, Argentina. [hugobertin@yahoo.com.ar](mailto:hugobertin@yahoo.com.ar)

\*\* Economista Jefe, Centro para la Estabilidad Financiera (CEF), Argentina. [amusalem@cefargentina.org](mailto:amusalem@cefargentina.org)

## Agenda

- Impacto de la crisis internacional.
- Crisis y agenda de reformas:
  - Funciones de las AFP: **objeto único y multiproducto**.
  - Administración del ahorro, aversión al riesgo y ciclo de vida: **multifondos**.
  - Esquemas alternativos de precios: **flujo, stock, rentabilidad**.
  - Esquemas alternativos para organizar la cobertura de invalidez y fallecimiento: **licitación integrada de cotizantes, mutualismo**.
  - Transformación del ahorro en la pensión: **selección de modalidad previsional**.
  - Asimetrías de información entre los trabajadores y los gestores: **opciones por "default"**.
- Rol del Estado.
- Conclusiones.

## Impacto de la crisis en América Latina

### Impacto de la crisis: América Latina

Rentabilidad Nominal y Real de los años 2007 y 2008

Deflactor IPC, Chile UF

	Nominal			Real		
	2007	2008	Δ basic points	2007	2008	Δ basic points
Bolivia (1997)	8,5%	9,7%	116	-2,9%	-1,9%	98,0
Chile "Fondo C" (1981)	12,4%	-11,4%	-2.378	5,0%	-18,9%	-2394,0
Colombia (1994)	6,7%	4,8%	-190	0,9%	-2,7%	-357,0
Costa Rica (2001)	10,0%	3,7%	-635	-0,7%	-9,0%	-830,0
El Salvador (1998)	6,3%	3,0%	-329	1,4%	-2,3%	-374,0
México (promedio de SB) (1997)	6,3%	-0,3%	-663	2,5%	-6,5%	-899,0
Perú "Fondo 2" (1993)	25,0%	-22,1%	-4.705	20,2%	-26,6%	-4680,0
R. Dominicana (2003)	8,5%	12,1%	358	-0,4%	8,0%	835,0
Uruguay (1996)	9,0%	-14,3%	-2.331	0,5%	-21,5%	-2202,0

Fuente: Boletín AIOS y elaboración propia en base a información de los organismos de supervisión

## Impacto de la crisis: América Latina

### Rentabilidad Real Histórica Anualizada

Deflactor IPC. Chile UF.

	a 2007	a 2008	Δ basic points
Bolivia (1997)	7,6%	6,8%	-77
Chile "Fondo C" (1981)	10,0%	8,8%	-121
Colombia (1994)	5,3%	3,7%	-157
Costa Rica (2001)	5,7%	3,6%	-209
El Salvador (1998)	8,5%	7,7%	-84
México (SB 2) (1997)	7,3%	6,0%	-126
Perú "Fondo 2" (1993)	10,6%	7,6%	-300
R. Dominicana (2003)	0,0%	1,2%	127
Uruguay (1996)	10,7%	7,7%	-301

Fuente: elaboración propia en base a información de los organismos de supervisión

## Impacto de la crisis en los multifondos: Chile, México y Perú



## Impacto de la crisis internacional: Chile

### Tamaño de los fondos de pensiones

Diciembre 2008

Tipo de Fondo	millones USD	%	n° cuentas individuales	%
A	11.950,7	16	1.255.059	13
B	14.052,5	19	3.685.347	39
C	32.712,5	44	3.517.954	37
D	9.715,2	13	813.109	9
E	5.881,8	8	159.941	2

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile

Composición de la cartera diciembre 2008	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
	<i>(en % del respectivo fondo)</i>				
Renta Variable Nacional	23,2	20,6	17,0	9,4	0,1
Renta Variable Internacional	52,2	38,1	19,6	8,4	0,1
Titulos Públicos Nacionales	2,2	7,8	15,5	21,7	35,4
Deuda Privada Nacional	17,7	31,5	44,7	56,8	62,5
Deuda Privada y Pública Internacional	4,7	2,1	3,2	3,7	1,9
<b>Total millones de USD</b>	<b>11.951</b>	<b>14.053</b>	<b>32.713</b>	<b>9.715</b>	<b>5.882</b>

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile

## Impacto de la crisis internacional: Chile

### Rentabilidad (variación valor cuota)

En términos reales, deflactor UF

Tipo de Fondo	Histórica anualizada		a diciembre de 2008			
	<i>(jul 1981 - dic 2008)</i>	<i>(sep 2002 - dic 2008)</i>	Anual	Semestral	Trimestral	Mensual
A		4,2%	-40,3%	-35,8%	-20,3%	1,5%
B		3,3%	-30,1%	-27,0%	-14,2%	0,6%
C	8,8%	3,4%	-18,9%	-17,1%	-8,3%	0,1%
D		3,4%	-9,9%	-9,4%	-4,2%	0,1%
E		2,7%	-0,9%	-1,3%	-0,7%	0,4%

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile

## Impacto de la crisis internacional: México

### Tamaño de los fondos de pensiones Diciembre 2008

Tipo de Fondo	millones de USD	%	n° cuentas individuales	%
Siefore Basico 1	7.057,1	10	2.956.906	8
Siefore Basico 2	15.713,8	23	4.583.367	12
Siefore Basico 3	20.176,2	30	7.525.560	19
Siefore Basico 4	20.181,6	30	13.501.987	35
Siefore Basico 5	4.765,6	7	10.496.151	27

Fuente: Elaboración propia con datos de CONSAR

Composición de la cartera diciembre 2008	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
	(en % de la respectiva SIEFORE)				
Renta Variable Nacional	0,0	4,3	6,3	7,9	9,6
Renta Variable Internacional	0,0	3,4	5,1	6,3	6,9
Titulos Públicos Nacionales	82,6	71,8	67,3	63,5	60,3
Deuda Privada Nacional	12,7	15,3	15,8	16,4	17,1
Deuda Privada y Pública Internacional	4,7	5,2	5,5	5,9	6,1
<b>Total mill. de usd</b>	<b>7.067</b>	<b>15.714</b>	<b>20.176</b>	<b>20.182</b>	<b>4.766</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de CONSAR

## Impacto de la crisis internacional: México

### Rentabilidad (variación valor cuota)

En términos reales. Deflator IPC.

Tipo de Fondo	Histórica anualizada		a diciembre de 2008			
	(1996 - dic 2008)	(dic 2005 - dic 2008)	Anual*	Semestral	Trimestral	Mensual
Siefore Basico 1		2,4%	-0,1%	1,8%	-0,5%	3,0%
Siefore Basico 2	6,0%	1,8%	-4,6%	-0,7%	-1,5%	5,2%
Siefore Basico 3			-6,4%	-1,5%	-1,5%	6,1%
Siefore Basico 4			-8,0%	-2,7%	-2,1%	6,7%
Siefore Basico 5			-9,3%	-3,7%	-2,5%	6,6%

\* La rentabilidad de las SB3, SB4 y SB5 es la equivalente anual del periodo abril-diciembre

Fuente: Elaboración propia con datos de CONSAR

## Impacto de la crisis internacional: Perú

### Tamaño de los fondos de pensiones

Diciembre 2008

Tipo de Fondo	millones USD	%	n° cuentas individuales	%
Fondo 1	1.344,0	9	S/D	S/D
Fondo 2	11.661,9	74	S/D	S/D
Fondo 3	2.722,6	17	S/D	S/D

Fuente: Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros de Perú

### Composición de la cartera

diciembre 2008

	Fondo 1	Fondo 2	Fondo 3
	(en % del respectivo fondo)		
Renta Variable Nacional	5,5	25,7	49,8
Renta Variable Internacional	2,1	7,9	10,0
Titulos Públicos Nacionales	12,1	29,5	13,1
Deuda Privada Nacional	73,1	32,3	22,1
Deuda Privada y Pública Internacional	7,2	4,6	5,1
<b>Total mill. de USD</b>	<b>1.344</b>	<b>11.662</b>	<b>2.723</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros de Perú

## Impacto de la crisis internacional: Perú

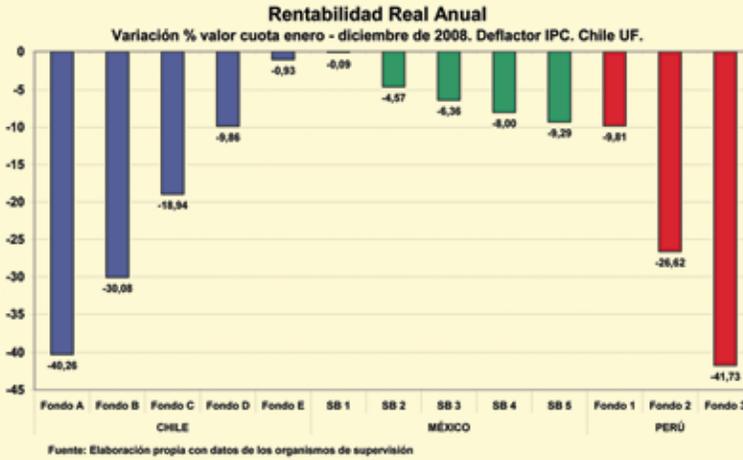
### Rentabilidad (variación valor cuota)

En términos reales, deflactor IPC

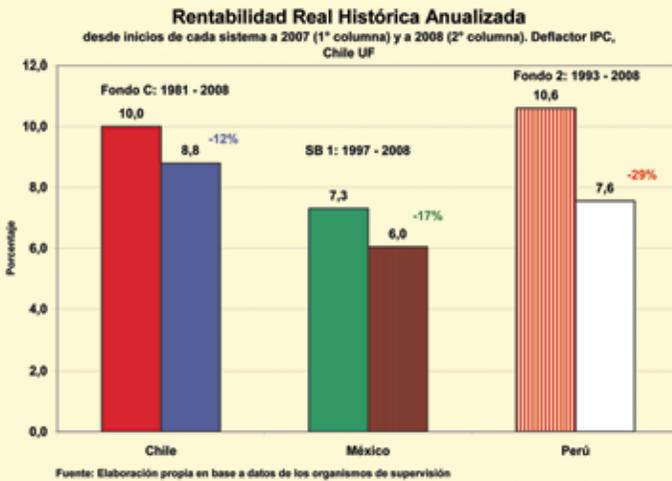
Tipo de Fondo	Histórica anualizada		a diciembre de 2008			
	(dic 1993 - dic 2008)	(dic 2005 - dic 2008)	Anual	Semestral	Trimestral	Mensual
Fondo 1		3,1%	-10,4%	-9,9%	-3,5%	1,9%
Fondo 2	7,5%	10,6%	-26,8%	-25,4%	-12,8%	3,8%
Fondo 3		12,8%	-41,6%	-41,3%	-25,6%	0,7%

Fuente: Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros de Perú

## Impacto de la crisis internacional: multifondos



## Impacto de la crisis internacional: multifondos



## Impacto de la crisis: conclusiones

---

- Las diferencias de rentabilidad **entre los fondos de pensiones** en el año 2008 **en cada país** están directamente relacionadas con la composición de sus carteras: a mayor proporción de renta variable se observan resultados negativos más importantes en Chile, Perú y México, dada la mayor volatilidad de los mercados de renta variable domésticos e internacionales.

## Impacto de la crisis: conclusiones

---

- Las diferencias **entre fondos similares** (conservador/agresivo) **de distintos países** en el año 2008 están vinculadas con:
  - Las composiciones de sus carteras,
  - La performance del mercado de capitales doméstico y
  - La diversa exposición en los mercados de capitales internacionales.
- Las mayores diferencias de rentabilidad entre los fondos chilenos (A vs E) y peruanos (1 vs 3) respecto a los mexicanos (SB 1 vs SB 5) están vinculadas con la menor proporción de renta variable de las Siefores.

## Impacto de la crisis internacional

---

- El mercado de renta variable peruano tuvo la mayor caída porcentual en términos nominales durante el año 2008:
  - Perú, IGBVL: -53,04%,
  - Chile, IPSA: -14,8%,
  - México, IPC -22,0%.
- La menor pérdida en el año 2008 del fondo más volátil mexicano (**SB 5**) respecto al similar chileno (**Fondo A**) y al peruano **Fondo 3** se debe a la menor proporción de renta variable: 16,5% vs 75% y 60% respectivamente.
- Los fondos peruanos tenían la mayor proporción de renta variable doméstica, que tuvo la peor performance relativa. Además concentran la mayor proporción de renta fija privada local vs renta fija nacional doméstica.

## Impacto de la crisis internacional

---

- La mayor pérdida del fondo más conservador peruano (**Fondo 1**) respecto al similar chileno (**Fondo E**) y al mexicano (**SB 1**) esta relacionada con la mayor proporción de renta variable (nacional e internacional): 7,6% vs 0,2% y 0,0%, respectivamente.
- La rentabilidad real histórica anualizada de Chile experimentó la menor caída (-12%) lo que podría atribuirse a la mayor historia acumulada desde inicios de su sistema de pensiones (año 1981).
- Las menores pérdidas de los fondos más conservadores en una de las crisis financieras más importantes de las últimas décadas, confirma el valor agregado de la introducción de los "multifondos" para los trabajadores próximos a pensionarse.

## Crisis y agenda de reformas

### Crisis y agenda de reformas

---

- La crisis financiera que se ha estado experimentado a nivel global ha puesto de manifiesto los riesgos a que están expuestos los afiliados a los sistemas de capitalización individual con contribución definida.
- Esta situación tendría que inducir a la confección de una agenda de reformas a los sistemas tendientes a mejorar sus eficiencias para beneficio de los afiliados y a contener riesgos inherentes en los diseños de los mismos.
- El estudio de los cambios debería realizarse con una visión de largo plazo, consistente con el horizonte del ahorro previsional.
- A continuación exploramos los aspectos relevantes que merecerían atención.

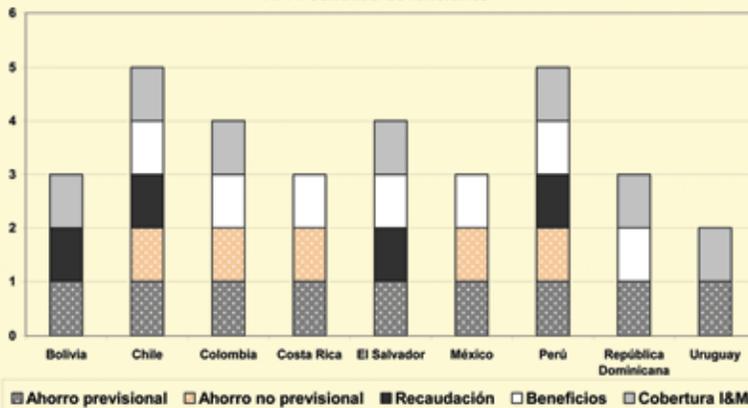
## I. Objeto único y multiproducto\*

- En los regímenes de capitalización de América Latina, las AFP deben constituirse como empresas de "objeto único" y realizar varias funciones:
  - **Gestión financiera** del/os fondo/s de pensiones.
  - **Gestión administrativa** (back office) de las cuentas individuales: afiliaciones, traspasos, gestión y pago de los beneficios previsionales.
  - **Asesoramiento e información** periódica a los afiliados.
  - **Cobertura** frente a las contingencias de invalidez y muerte (I&M).

\* Esta sección utilizó Bebczuk *et. al.* (2007).

## I. Objeto único y multiproducto

AFP: Cantidad de funciones



Fuente: Elaboración propia

## I. Objeto único y multiproducto: propuestas

---

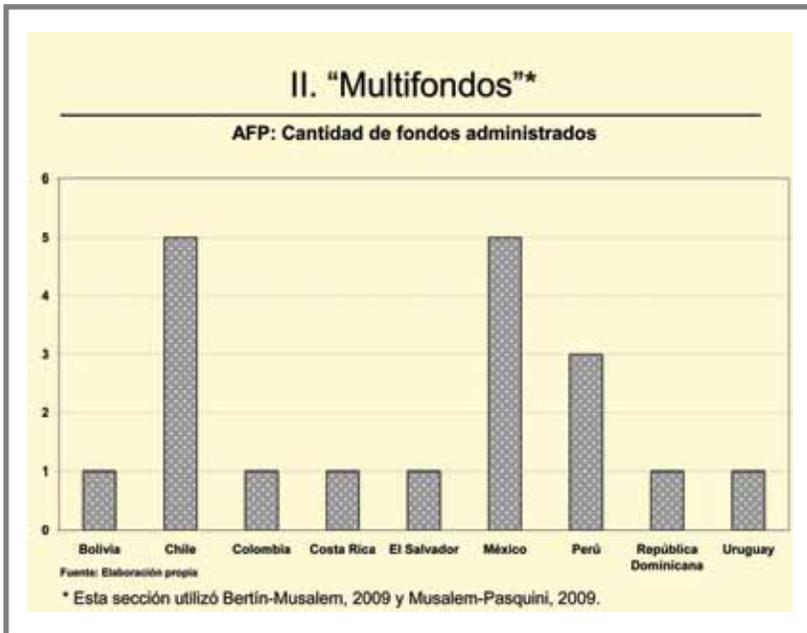
### I. Propuestas:

- a) Flexibilizar la regulación para desagregar o, al menos, permitir la subcontratación de los servicios que gozan de economías de escala; por ej., administrativos y la cobertura de I&M, de modo de bajar las barreras a la entrada de nuevos operadores.
- b) Si la verdadera función que agrega valor es la gestión financiera del ahorro previsional (obligatorio y voluntario), una alternativa al objeto único (que implica una estructura específica) sería permitir la provisión del servicio a otros operadores.

## I. Objeto único y multiproducto: propuestas

---

- c) En el extremo, también se podría autorizar a las AFP a proveer otros servicios financieros con miras a equiparar las funciones entre intermediarios.
- d) En este esquema más flexible, la **regulación** se debería concentrar sobre las "murallas chinas" en la **gestión financiera** (back-middle-front office) y **comercial**, mientras que se debería profundizar la **coordinación de la supervisión** entre las agencias de control de los restantes intermediarios financieros.



## II. "Multifondos"

### I. Ventajas:

- a) La teoría financiera demuestra que la cartera óptima depende tanto de las **condiciones del mercado**, como de las **"reglas" de la regulación** y de las **características de las personas** (grado de aversión al riesgo, etapa del ciclo de vida, nivel de riqueza, volatilidad e intermitencia de los ingresos, capital humano disponible, horizonte de las inversiones, proporción relativa esperada de las pensiones dentro del ingreso total de la vejez, entre otros aspectos).
- b) Los **afiliados** pueden optar entre portafolios más diversificados y más congruentes con su preferencia al riesgo y los horizontes de inversión individual.

## II. "Multifondos"

---

### I. Ventajas:

- c) Las **AFP** pueden especializarse, segmentar a sus clientes, y atenderlos con instrumentos (fondos) más calibrados y eficientes a las necesidades individuales.
- d) El **mercado local** puede constituirse con más fondos, de menor tamaño relativo, con más posibilidades de acercarse a la frontera óptima y con más flexibilidad para ajustar las distintas carteras a los condicionantes endógenos y exógenos, disminuyendo el impacto en el propio sistema, en especial cuando el ahorro previsional comienza a tener un peso importante en el mercado financiero y en la economía.

## II. "Multifondos"

---

### II. Requisitos:

- a) En primer lugar, y como lo evidencia la experiencia chilena, deben **revisarse los límites a las inversiones** en instrumentos extranjeros, las restricciones a las inversiones en renta variable local y la posibilidad de realizar operaciones de cobertura de riesgo, tanto de instrumentos como de moneda; de modo de **aprovechar la menor correlación entre los activos domésticos y los externos**.
- b) El funcionamiento del nuevo esquema es necesario introducir mecanismos de **medición de riesgo** (tipo VaR, drawdown u otros alternativos) y pulir la propia **estructura de límites para orientarlos sobre la base del riesgo** de los instrumentos, más que en los denominados "cajones" de inversión, para alcanzar una mayor consistencia en la gestión de las carteras.

## II. "Multifondos"

---

### II. Requisitos:

- c) Promover las inversiones en instrumentos simples, de mayor liquidez, minimizando la exposición en instrumentos estructurados complejos.
- d) Debe preverse un esquema de **administración de riesgo** – comité de riesgo, unidad de administración de riesgo, manuales, estrategias de corto, mediano y largo plazo, políticas de inversión explícitas, monitoreo y rebalanceo de los portafolios, división y separación de las funciones de *front*, *middle* y *back office*, auditorías internas y externas, "**murallas chinas**" respecto a otros intermediarios financieros del mismo grupo económico, entre otros aspectos- para fortalecer la gestión de riesgo de las carteras de inversión de cada uno de los fondos de pensiones.

## II. "Multifondos"

---

### II. Requisitos:

- c) Debe promoverse la mayor **profesionalización de los gestores de cartera** y debe contemplarse la **regulación del gobierno societario** (corporativo) para fortalecer la transparencia de la administración de recursos de terceros.
- e) **Extender el horizonte de tiempo** para la evaluación del desempeño de los fondos de pensiones
- f) El enfoque del "inversor prudente" necesita estar acompañada por una **reforma en la orientación de la supervisión** desde una basada en el cumplimiento de regulaciones a otra de supervisión de riesgos. Los riesgos a supervisar son los **financieros** (modelos de Australia, Holanda y México) y los **riesgos operativos**.
- g) Además, se requiere reforzar los **requisitos de información pública periódica** por parte de los administradores a sus afiliados.

## II. "Multifondos"

**III. Resultados.** Un reciente estudio empírico de fondos de pensiones privados entre países muestra que (Musalem y Pasquini, 2009):

- a) La tasa de retorno real promedio de los mismos sería mayor en sistemas con multifondos.
- b) La tasa de rentabilidad real estaría directamente relacionada con el número de fondos.
- c) La concentración de mercado aumentaría la volatilidad en la tasa de retorno.
- d) Los sistemas cerrados de fondos de pensiones con estrategia de inversión de largo plazo generarían una mayor tasa de retorno que los sistemas abiertos con estrategia de inversión de corto plazo.
- e) Sistemas con garantía mínimas generarían menor volatilidad en las tasas de retorno.

## III. Esquemas alternativos de comisiones

### I. Comisiones sobre cotizaciones:

- a) Permite una recuperación acelerada de los gastos de lanzamiento del sistema para los administradores. El afiliado no paga si no cotiza.
- b) Problema: falta de alineación de incentivos para la gestión de los fondos de pensiones. Mayor incidencia para los trabajadores que se incorporan más tarde al mercado laboral formal ("aportantes tardíos").

### II. Comisiones sobre fondos de pensiones:

- a) Existe un incentivo para administrar las carteras, sin embargo permite cobrar comisiones aún con rentabilidad negativa.
- b) Problema de transición: habría "doble imposición" sobre cotizaciones realizadas, en la medida que no fuese políticamente posible separar el fondo viejo y el nuevo.

### III. Esquemas alternativos de comisiones

---

#### III. Comisiones sobre **rentabilidad promedio móvil mensual de últimos 36 meses**:

- a) Generaría incentivos para la administración de los fondos, permitiría determinar el rendimiento neto de las inversiones, bajo el supuesto de igual participación en las ganancias y las pérdidas.
  - b) Problema de transición por doble imposición aunque menguado. Podría eliminarse con bono de reconocimiento.
- IV. Comisiones sobre cotizaciones y rentabilidad. Mejoraría incentivos pero comprometería transparencia a los afiliados.
- V. Ventajas del esquema III:

Permitiría eliminar las bandas de rentabilidad, la rentabilidad mínima y el benchmarking relativo.

### IV. Esquemas para organizar la cobertura de I & M

---

#### I. Seguro:

- a) Licitación por AFP sin restricciones: **esquema actual**.
- b) Licitación por AFP con prohibición de contratar dentro del grupo.
- c) Licitación con único padrón de cotizantes: **Chile**.

#### II. Administración estatal directa: **México**.

#### III. Mutualismo:

- a) Mutualidad por AFP.
- b) Mutualidad integrada entre fondos: **Argentina**.

## V. Modalidades previsionales\*

Modalidad de las prestaciones previsionales en América Latina

	Bolivia	Chile	Colombia	Costa Rica*	El Salvador	México	Perú	República Dominicana	Uruguay
Retiro programado	no	si	si	si	si	si	si	si	no
Renta vitalicia	si	si	si	si	si	si	si	si	si
Retiro programado con renta diferida	no	si	si	si	si	no	si	no	no
Renta permanente	no	no	no	si	no	no	no	no	no
Excedente de libre disponibilidad	no	si	si	si	si	si	si	no	si
Mensualidad Vitalicia Variable	si	si	no	no	no	no	no	no	no

\* Pendiente de reglamentación

Fuente: AIGS (2007). La capitalización individual en los sistemas de pensiones de América Latina. [www.aigslp.org](http://www.aigslp.org)

\* Esta sección utilizó Barassi *et.al*, 2008.

## V. Modalidades previsionales

Modalidades previsionales: riesgos

	Financiero (rentabilidad)	Inflación*	Longevidad	Originador	Participación de derechohabientes	Herencia
Retiro programado	si	si	si	no	si	si
Renta permanente	si	si	no	si/no**	depende***	si (maximiza)
Renta vitalicia						
Fija nominal	no	si	no	si	si	no
Fija indexada	no	no	no	si	si	no
Variable	si	si	no	si	si	no

\* En los mercados de capitales menos desarrollados e integrados, en los cuales la tasa de interés nominal no incorpore la inflación esperada; por ejemplo, porque la autoridad monetaria interviene en su regulación.

\*\* Depende si es administrado por una AFP o por una Compañía de Seguros

\*\*\* Depende del diseño: a la muerte del titular de la renta permanente el saldo puede ser transmitido como "pago único" o mediante el cobro periódico de alguna de las modalidades autorizadas

Fuente: elaboración propia

## V. Modalidades previsionales

---

- Las **crisis financieras** provocan una disminución temporal, más o menos extendida en el tiempo, en el valor de los activos financieros de los **fondos de pensiones** y de los instrumentos que respaldan las **reservas matemáticas** de las compañías de seguros de vida, con un impacto directo:
  - En el **capital acumulado** por el trabajador y/o
  - En la **mensualidad periódica** que recibe: tanto en las modalidades "de administración" (retiro programado, renta permanente), como en un tipo particular de modalidad "asegurada": la renta vitalicia variable sin garantía de rentabilidad.

## V. Modalidades previsionales

---

- Renta vitalicia:
  - Es la modalidad que asegura al trabajador frente al **riesgo de longevidad**.
  - En función del diseño (y de la existencia de activos financieros en los mercados autorizados) puede cubrir también frente a los **riesgos financieros** (rentas fijas) y **de inflación** (rentas indexadas).
  - Sin embargo, el afiliado enfrenta el **riesgo del momento**, particularmente severo en la fase de caída en el valor de los activos financieros, y el **riesgo del originador** (solvencia).

## V. Modalidades previsionales

---

- Propuesta: **independizar** el momento de compra de la renta vitalicia del acceso a la pensión.
- Adaptar la regulación y la supervisión de las compañías de seguros para mitigar los riesgos financieros, operativos y de solvencia:
  - Calce entre activos y pasivos,
  - Test de suficiencia de activos y evaluación de las reservas técnicas ante cambio de parámetros (ej., esperanza de vida, gastos operacionales, prepago, riesgo de "default" de activos, "run-off"),
  - Márgenes de solvencia, entre otros aspectos.

## VI. Opciones por "default"

---

- La introducción de los **"multifondos"**, de las **múltiples modalidades** previsionales y la decisión sobre **el retiro en diversos momentos en el tiempo, aumentan los grados de libertad** para que las partes puedan gestionar los ahorros previsionales de acuerdo a la etapa en que se encuentra dentro del ciclo de vida, y a la mayor o menor aversión al riesgo.
- Sin embargo, desde el punto de vista del diseño de la regulación y de la eficacia de este instrumento, debe considerarse también la **asimetría de información** que existe entre la demanda y oferta de estos servicios, y al interior de la propia demanda, derivada de la **heterogeneidad** del conjunto de los afiliados.
- La **política de información institucional** enfrenta varios **desafíos** en términos de: la construcción de los mensajes de la comunicación, la segmentación del público, la "penetración", los costos de los distintos medios de comunicación disponibles y, fundamentalmente, la continuidad de la propia política de difusión.

## V. Modalidades previsionales

---

- Las modalidades "de administración" y las rentas vitalicias variables **trasladan al trabajador más riesgos sin cobertura**; en particular, para los asegurados cuyos ingresos en la vejez descansen principalmente en el saldo acumulado en sus cuentas individuales.
- Si bien pueden existir innumerables alternativas de combinar rentas vitalicias fijas con modalidades de administración o con rentas vitalicias variables, la inducción de un mayor número de opciones complejas debe ser conjugado con los **principios de simplicidad, transparencia, viabilidad operativa**, tanto para los asegurados como para los proveedores del servicio; de modo de facilitar el proceso de toma de decisiones para un público no especializado.

## VI. Opciones por "default"

---

- Los individuos cometen errores y no son racionales. Las teorías económicas estándares (como los modelos de ciclo de vida o ingreso permanente) contienen tres supuestos de racionalidad, uno explícito y dos implícitos:
  - El supuesto explícito es que los ahorristas primero acumulan y luego desacumulan activos para maximizar la función de utilidad intertemporal por la vida de las personas (posiblemente dejando activos a herederos).
  - El primer supuesto implícito es que los individuos tienen la **habilidad cognitiva** para resolver el problema de optimización necesario.
  - El segundo supuesto implícito es que los individuos también tienen suficiente **determinación para ejecutar este plan óptimo**.
- Ambos supuestos implícitos son sospechosos y la educación financiera posee un impacto limitado en hacer que los individuos se comporten de acuerdo a estos supuestos.

## VI. Opciones por “default”

---

- Los efectos de esta situación podrían morigerarse si la propia regulación dejase previsto el funcionamiento de **opciones por default** para los afiliados:
  - El **público más informado y formado** tendrá mayor probabilidad de hacer una gestión más autónoma de la inversión de sus ahorro previsionales;
  - En cambio, el resto de la población debería ser **asistido directamente por las empresas** a través del asesoramiento periódico e **indirectamente a través de la regulación**, de modo que el cambio entre los portafolios mantuviese una consistencia entre la edad del afiliado (y su proximidad a la edad de la pensión) y la relación rentabilidad/riesgo de las distintas opciones de inversión; más allá de las preferencia por mayores riesgos que puedan tener afiliados en particular, y que podrían canalizarse a través de la libertad de opción.
  - La asistencia también debería cubrir las modalidades de pensiones y las opciones de las mismas en el tiempo con independencia al momento de retiro.

## VI. Opciones por “default”

---

- Por ello, es necesario definir **opciones por default** no sólo cuando los afiliados deben realizar la **elección inicial** –sea porque ingresan al mercado laboral o cuando entre en vigencia el esquema de “multifondos”- sino también **a lo largo de su ciclo de vida** dentro del ahorro previsional especialmente cuando se acercan al final de la vida activa y deben **seleccionar la modalidad previsional, inclusive las opciones de éstas a lo largo del tiempo**, durante la vida pasiva.
- A su vez, las opciones por **default** podrían brindar mayor **consistencia regulatoria** en las legislaciones que tienen previstas las garantías estatales de pensión mínima en otros pilares.
- Si bien no son un antídoto a los riesgos morales (*moral hazard*), ayudarían para orientar las conductas de los afiliados y los costos derivados de las mismas para el propio trabajador y en forma subsidiaria para el Estado.

## Rol del Estado

## Rol del Estado

---

- Regular y supervisar a los intermediarios financieros, especialmente a las corporaciones financieras (bancos, seguros, mercados de valores, pensiones, agentes bursátiles, calificadoras de riesgos de crédito, traders) sistémicamente importantes:
  - Por reguladores integrados o
  - Por reguladores independientes coordinados.
- Transparentar instrumentos, precios, transacciones y hojas de balance de los intermediarios financieros individuales y de la corporación.
- Adoptar estándares internacionales de contabilidad y auditoría dictados por el International Financial Accounting Board (IFAB) y el International Federation of Accountants (IFAC), respectivamente .



## Rol del Estado

---

- Promover el pilar solidario para aumentar la cobertura y mitigar los riesgos financieros, pero evitando el riesgo moral.
- Diseñar opciones por "default" para morigerar la asimetría de información.
- Promover esquemas que restrinjan el gasto de comercialización (Nueva Zelanda, con licitación periódica del stock de cotizantes, Suecia, selección de hasta cinco fondos por parte de los miembros de aquellos registrados en la autoridad de pensiones, el plan de Ahorro (Thrif) para empleados públicos federales de las EEUU).

## Conclusiones

## Conclusiones

---

- Disminuir las "barreras a la entrada" a nuevas AFP, permitiendo la tercerización de servicios.
- Eliminar la restricción al "objeto único" para incentivar la competencia en los mercados de intermediación financiera.
- Flexibilizar la gestión de cartera en la vida activa, tanto para los trabajadores como para las AFP, adoptando el esquema de multifondos.
- Extender el horizonte de tiempo para la evaluación del desempeño de los fondos de pensiones.
- Estudiar esquemas alternativos para organizar la cobertura de I & M: licitación única, mutualismo.

## Conclusiones

---

- Evaluar la introducción de esquemas de comisiones sobre rentabilidad y de sistemas que minimicen los gastos de comercialización .
- Promover el pilar solidario para ofrecer red de contención social frente a los riesgos del sistema de capitalización.
- Independizar la compra de la renta vitalicia del momento para el acceso a la pensión.
- Introducir opciones "por default" para ayudar a los trabajadores frente a las múltiples opciones de los regímenes de capitalización a lo largo del ciclo de vida.
- Adoptar y coordinar la supervisión de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros proveedores de productos de retiro basado en la mitigación de los riesgos financieros, operativos y de solvencia.

## Referencias

---

Barassi, M., Hugo Bertín y Alberto R. Musalem, 2008. "Modalidades sobre Productos de Pensiones". Superintendencia de Pensiones de Costa Rica, mimeo.

Bebczuk, R., Hugo Bertín, Roberto Calvo y Alberto R. Musalem, 2007. "Pension Funds in Latin America." IDB Research Network, Inter-American Development Bank, mimeo, Washington DC.

Bertín, Hugo y Alberto R. Musalem, 2009. "Criterios para la Introducción de Multifondos en Colombia". En: Pensiones y portafolios: la construcción de una política pública. Ed. Universidad Externado de Colombia y Banco de la República. Bogotá, en prensa..

Musalem, Alberto R. y Ricardo Pasquini, 2009. "Private Pension Systems: Cross Country Investment Performance", World Bank, Mimeo, Washington, DC.

Anexo: modalidades previsionales

## Modalidades previsionales

---

- **Renta vitalicia:** es un contrato entre una persona y una compañía de seguros. La persona compra, mediante el pago de una prima única (transferencia del saldo de la cuenta individual del fondo de pensiones), un flujo (mensual) de ingreso cierto de por vida, que incluye a sus derechohabientes:
  - Fija: nominal, real, moneda extranjera.
  - Variable: con / sin garantía de rentabilidad mínima.
  - Combinadas: fija y variable, retiro programado y renta vitalicia diferida.

## Modalidades previsionales

---

- **Retiro programado:** es un producto mediante el cual el pensionado mantiene la propiedad de la cuenta individual en su AFP, y retira mensualidades cuyo valor se calcula dividiendo el saldo acumulado por el VANU (Valor Actuarial Necesario Unitario: combina la expectativa de vida al momento del cálculo inicial y se corrige al finalizar cada año + la cantidad de derechohabientes al momento del cálculo).
- **Renta permanente:** en esta modalidad de pensión el afiliado mantiene los fondos en la administradora, pero cada mes recibe a cambio los rendimientos generados. Una vez que fallece, el monto principal lo hereda la persona o personas que él decida.



Av. México 30, Gazcue, Santo Domingo  
Tel.: 809.688.0018 • Fax: 809.688.1500  
[www.sipen.gov.do](http://www.sipen.gov.do)