

Seminario Internacional

Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina

*25 de Mayo de 2005
Santo Domingo
República Dominicana*



SvPEN
SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES

(administered by U.S.
staffed by Argentines)

Este libro ha sido desarrollado sobre la base de las transcripciones editadas de las exposiciones presentadas el 25 de mayo de 2005 en Santo Domingo, República Dominicana, durante el Seminario Internacional "Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina", organizado por la Superintendencia de Pensiones de la República Dominicana, SIPEN, en ocasión de la XIII Asamblea de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS.

Seminario Internacional

Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina

25 de Mayo de 2005

Santo Domingo

República Dominicana



SIPEN • 2005

Seminario Internacional Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina.

Publicado en Santo Domingo, República Dominicana, octubre de 2005

Superintendencia de Pensiones

Av. México No. 30

Santo Domingo, República Dominicana

Correo electrónico: info@sipen.gov.do

Web: www.sipen.gov.do

Cada artículo es de exclusiva responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión de la Superintendencia de Pensiones de la República Dominicana, SIPEN, ni de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS.

Diseño Portada y Diagramación: **Producciones Somos, S.A.**

Contenido

Presentación.....	7
Reseña Profesional de los Expositores.....	9
Discurso de Apertura.....	13
Bloque I: Diversificación de las Inversiones.....	17
I.A. Exposición del Sr. Klaus Schmidt-Hebbel: Diversificación de las Inversiones	19
I.B. Comentario del Sr. Hugo Samander	36
I.C. Comentario del Sr. Luis Molina Achécar	43
I.D. Comentario del Sr. David Madero	47
Bloque II: Eficiencia en los Sistemas de Pensiones.....	55
II.A. Exposición del Sr. Salvador Alonso: Eficiencia de los Sistemas de Pensiones en Términos de Organización Industrial	57
II.B. Comentario del Sr. Raúl Féliz	69
II.C. Comentario del Sr. Eduardo Grullón	72
II.D. Comentario de la Sra. Ligia Borrero	75
Bloque III: Modalidades de Pensión: Instrumentos, Actores y Fiscalización.....	81
III.A. Exposición del Sr. Guillermo Larraín: Fase de Desacumulación: Elementos para el análisis basado en el caso de Chile	83
III.B. Comentario del Sr. Manuel Cocco	93
III.C. Comentario de la Sra. Lorena Masías	96
III.D. Comentario del Sr. José Gómez Cerda	98
Bloque IV: Supervisión de Riesgo Operativo en el Sistema de Pensiones.....	103
IV.A. Exposición del Sr. Juan Carlos Zepeda: Riesgo Operativo: La visión del Supervisor	105
IV.B. Comentario del Sr. Daniel Marcó	114
IV.C. Comentario del Sr. Lucas Gaitán	118
IV.D. Comentario del Sr. Javier Cascante	123
Apéndice.....	129
Gráficas y Cuadros correspondientes a Presentaciones del Seminario Internacional "Evaluación y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina"	



Presentación

La meta principal de los regímenes previsionales es proveer a los trabajadores de un nivel de cobertura que garantice su bienestar en los años de jubilación, así como durante el transcurso de su vida, a través del seguro de discapacidad y a sus beneficiarios mediante el seguro de sobrevivencia. El ahorro obligatorio es el mecanismo para incrementar el bienestar de los trabajadores, y para ello los sistemas de pensiones crean las bases que reglamentan cómo deberá realizarse y administrarse dicho ahorro en el presente, a fin de garantizar una cobertura satisfactoria en el futuro.

Una nueva visión relativa a los regímenes previsionales asigna importancia no sólo a la existencia de un régimen de pensiones correctamente estructurado, sino también a su sostenibilidad en el tiempo. Por esta razón, los regímenes de reparto han comenzado a ser reemplazados por regímenes de capitalización individual. Estos últimos ya no implican una dependencia en los comportamientos demográficos, convirtiéndose así en una herramienta más certera para garantizar la disponibilidad de fondos al momento del retiro.

Los sistemas de capitalización individual han sido útiles para mejorar el bienestar individual y han hecho notables contribuciones al desarrollo de los mercados de capitales. Más aún, han generado una cultura de ahorro, dando un mayor margen de libertad individual a los afiliados, mejorando al mismo tiempo los sistemas de recaudación y administración de beneficios. En consecuencia, los regímenes de capitalización individual constituyen una de las grandes reformas económicas y sociales de América Latina en los últimos años.

En el marco de la administración de los recursos previsionales y, por ende, de las funciones de supervisión de las administradoras de fondos de pensiones, se enfoca la labor de la Asociación Internacional de



Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS, entidad que agrupa a las instituciones supervisoras de pensiones de Latinoamérica, cuya XIII Asamblea Anual se celebró en Santo Domingo, en mayo de 2005.

Con el propósito de difundir entre los miembros el análisis en relación a los sistemas de capitalización individual, se aprovechó la coyuntura de esta asamblea para realizar diversas actividades relativas al sistema previsional, entre las cuales se destaca el Seminario "Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina", en el que distinguidos expositores se refirieron a los temas de diversificación de inversiones, eficiencia del sistema, modalidades de pensiones y control de riesgo operativo. El evento contó con la presencia del Excelentísimo Señor Presidente de la República, doctor Leonel Fernández, así como de representantes de once países miembros de la AIOS, Estados Unidos y España.

Debido al valioso contenido de este seminario, hemos decidido recopilar las ponencias expuestas en el mismo, como una forma de conservar los resultados de discusiones importantes relativas a las experiencias de implementación de los sistemas de pensiones de capitalización individual, a los avances obtenidos hasta la fecha y a los desafíos de cara al futuro. De esta forma, cumplimos con uno de los objetivos de la Superintendencia de Pensiones de la República Dominicana como miembro de la Asociación Internacional de Organismos Supervisores de Fondos de Pensiones: contribuir con la promoción y difusión de la cultura previsional al fomentar la discusión de la problemática relacionada a los regímenes de capitalización individual.



Persia Alvarez de Hernández
Superintendente de Pensiones



Reseña Profesional de los Expositores

Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Chile)

Actualmente es Gerente de Investigación Económica del Banco Central de Chile desde 1996. Antes de llegar al Banco Central de Chile, se desempeñó como economista principal del Departamento de Investigaciones del Banco Mundial (1988 - 1996). Es Ph.D. en Economía del Instituto Tecnológico de Massachusetts, Magíster en Economía e Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile, y tiene un grado de Diplomvolkswirt de Alemania.

El señor Schmidt-Hebbel ha sido profesor en la Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto Tecnológico de Massachusetts, Universidad de Santiago de Chile, ILADES-Georgetown University, Universidad de Georgetown y Universidad de Chile. Asimismo, ha sido consultor de gobiernos y organizaciones internacionales y ha investigado y publicado sobre teoría monetaria, finanzas internacionales y desarrollo económico. Es co-editor de dos revistas de economía.

Salvador Alonso y Caloca (México)

Se desempeña como Director General de PROCESAR, S.A. Anteriormente fue Vicepresidente de Planeación de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, CONSAR, y Presidente de la Bolsa Mexicana de Valores en Nueva York. Además, ha sido directivo y/o participante de organismos internacionales como la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV) y Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV). Es Licenciado en Economía por la Universidad Nacional Autónoma de México, y tiene una Maestría en Economía de la Universidad de Georgetown (Washington, D.C.).

Entre sus principales actividades docentes destacan la de coordinador Académico de la Escuela de Economía en la Universidad de Anáhuac



del Norte y profesor de Licenciatura y Maestría en Economía en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), Universidad Anáhuac del Norte, Universidad La Salle y el Instituto Tecnológico de Monterrey.

Guillermo Larraín Ríos (Chile)

En la actualidad es Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones de Chile, y Presidente de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS. Adicionalmente, es miembro de la Red de Economistas Jefes del Ministerio de Hacienda y Bancos Centrales del BID. Es Ingeniero Comercial y Magíster en Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Master y Doctor en Economía Delta-EHESS, París. Actualmente es profesor de Macroeconomía, como parte del Departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile.

Juan Carlos Zepeda (México)

Es Vicepresidente de Supervisión de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR). Anteriormente había sido designado Secretario Técnico de esa Comisión. Es Licenciado en Economía por el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), tiene una Maestría en Economía y Finanzas por la Universidad de Warwick, Reino Unido, Maestría en Economía por la Universidad de Georgetown, Washington, EEUU; es candidato a Doctor en Economía, también, por esta última institución.

Dentro de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, ha ocupado los cargos siguientes: Asesor del Titular del Ramo; Coordinador de Asesores en la Dirección General de Política de Ingresos, y Director de Banca Industrial y Comercio Interior en la Dirección General de Banca de Desarrollo.





En presencia del Excelentísimo Sr. Presidente de la República, Dr. Leonel Fernández y los integrantes de la mesa directiva, la Licda. Persia Alvarez de Hernández, Superintendente de Pensiones, pronuncia las palabras de apertura.



El Presidente de la República, Dr. Leonel Fernández, encabeza el acto inaugural del Seminario SIPEN-AIOS. A su lado, la Licda. Persia Álvarez, Superintendente de Pensiones; el Lic. Arismendi Díaz Santana, Gerente General del CNSS y el Dr. Guillermo Larrain, Presidente de AIOS.

Discurso de Apertura¹

Constituye un alto honor para la Superintendencia de Pensiones de la República Dominicana dar la más cordial bienvenida a todos los participantes en el Seminario Internacional sobre "Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones en América Latina", el cual se realiza en el marco de la XIII Asamblea de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS.

Producto de las reformas emprendidas en la década de los ochenta, se ha podido instaurar en nuestras naciones un nuevo sistema previsional, cuyo objetivo primordial es que los trabajadores reciban las mejores pensiones posibles. Todos los esfuerzos están encaminados en esa dirección y los logros que estamos teniendo, junto a los países que llevan varios años de reforma, así lo demuestran.

A nivel regional, a diciembre del 2004 tenemos un total de 65 millones de afiliados en los 10 países miembros de AIOS, que tienen operando sus sistemas de pensiones basado en capitalización individual. Asimismo, los fondos administrados ascienden a US\$147 mil millones de dólares, colocados en diversos instrumentos y sectores de la economía.

Es preciso destacar que estos sistemas de pensiones han mostrado notables aciertos, especialmente por el efecto colateral que tienen en el ámbito de contribuir al desarrollo de los mercados de capitales, generando una cultura de ahorro, dando un mayor margen de libertad individual a nuestros afiliados, y mejorando los sistemas de recaudación y de administración de beneficios. En definitiva, han demostrado que son una de las grandes reformas económico - sociales que se han realizado en la región en los últimos años.

¹ Palabras de bienvenida pronunciadas por la Licda. Persia Alvarez de Hernández, Superintendente de Pensiones, en ocasión del Seminario Internacional "Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina".



La experiencia nos indica que la consolidación de estos sistemas necesita de tiempo y de discusión amplia. También nos indica que es imperativo tener la voluntad política para propiciar cambios de esta envergadura y que el Estado, en su rol fiscalizador y garante del sistema, es fundamental en el proceso de generar credibilidad y confianza en el mismo.

Estamos conscientes de que en un mundo tan globalizado y dinámico como en el que vivimos, se hace necesario periódicamente analizar los avances logrados en los sistemas de pensiones e identificar los ajustes y perfeccionamientos que los mercados requieren. En este aspecto se debe combinar adecuadamente la estabilidad jurídica del sistema con la flexibilidad operativa que este necesita.

En nuestro país con apenas dos años de iniciado el Sistema, tenemos un millón trescientos mil afiliados lo que representa el 82 por ciento de la población ocupada con carácter de dependencia y un monto de fondos administrados de RD\$18,600 millones de pesos, lo que equivale a US\$641 millones de dólares.

Actualmente como proyecto país, estamos trabajando en coordinación con la Superintendencia de Valores y demás autoridades financieras, en la búsqueda de mecanismos que nos permitan diversificar las inversiones, con la consecuente influencia en el desarrollo del mercado de valores, en el proceso ahorro e inversión, en la generación de empleo y en definitiva en el desarrollo del país.

En ese sentido, estamos analizando nuevos instrumentos financieros para impulsar proyectos de inversión hacia cuatro sectores identificados como claves para el crecimiento económico del país. Estos son: vivienda, infraestructura, pequeñas y medianas empresas y empresas de tecnología.

Esto coincide con la iniciativa presidencial de invertir fondos del presupuesto nacional en viviendas de interés social. La visión del Presidente Doctor Leonel Fernández se enmarca en el programa de solidaridad, el cual sería complementado con la inversión de una parte de los fondos de pensiones en proyectos habitacionales, con los debidos resguardos, que beneficien a los trabajadores afiliados al sistema previsional y al país en su conjunto.

Aprovecho la oportunidad para destacar que en el caso de Chile, una parte de los fondos de pensiones ha permitido el financiamiento de su vivienda a más de medio millón de familias, con una inversión superior a los US\$5,000 millones de dólares, al final del año pasado.



Las lecciones aprendidas nos permiten concluir que los Fondos de Pensiones están insertos en un ámbito mucho más extenso que los sistemas de seguridad social, por lo que una visión clara en este sentido por parte de las autoridades, contribuye significativamente a lograr que la gestión de los fondos potencialice las bondades colaterales del Sistema. En cuanto a la regulación y control, es importante señalar que nuestra Superintendencia de Pensiones tiene un Sistema Integral de Fiscalización, que además de dar seguimiento al cumplimiento normativo, evalúa el riesgo operativo de cada una de las AFP y del Sistema en su conjunto.

La temática de este Seminario se concentra en cuatro grandes bloques que reflejan los temas en que estamos abocados los sistemas previsionales a nivel regional. Ellos son: Diversificación de Inversiones, Eficiencia en los Sistemas de Pensiones, Modalidades de Pensión y Supervisión de riesgo operativo.

Estos cuatro temas serán presentados por expertos en la materia, y luego serán comentados por panelistas desde tres ópticas: La académica, de la industria y del órgano supervisor. Espero que aprovechemos la experiencia de los expositores y que con el debate se logre enriquecer los aspectos tratados.

Los logros que hemos obtenido con nuestros procesos de reformas previsionales han sido muchos y estamos conscientes que tenemos desafíos que enfrentar en los próximos años, para continuar desarrollando nuestros modelos, dentro de los principios básicos que sustentan el sistema, en el entendido de que el objetivo fundamental que nos guía, es otorgar las mejores pensiones a nuestros afiliados, para garantizarles estabilidad económica y calidad de vida durante su retiro laboral.

Permítanme una reflexión final: Nuestro gobierno está firmemente comprometido en llevar adelante estas reformas sociales y sus resultados están siendo recibidos por los trabajadores y el país en términos reales. Queremos más ahorro, inversión, empleo y crecimiento. Para ello estamos trabajando arduamente.

Muchas Gracias.







Bloque I

Diversificación de las Inversiones



I.A. Diversificación de las Inversiones¹

Exposición del Sr. Klaus Schmidt-Hebbel

Gerente de Investigación Económica del Banco Central de Chile

Excelentísimo Sr. Presidente de la República Dominicana, Dr. Leonel Fernández, estimada Licda. Persia Alvarez de Hernández, estimadas autoridades, estimados amigos y amigas, para mí es un honor enorme abrir este seminario con esta presentación a la cual fui gentilmente invitado por la Licda. Persia Alvarez de Hernández, Superintendente de Pensiones de la República Dominicana, y por Don Guillermo Larraín, Presidente de la AIOS.

En esta presentación haremos una revisión al Sistema de Pensiones Dominicano, su evolución hasta ahora y en particular su régimen de inversiones. Quiero hacer un breve diagnóstico y plantear algunos desafíos importantes que enfrenta el régimen de inversiones en este momento, y voy a dar un vistazo al nuevo sistema para luego pasar a las potenciales ganancias de crecimiento y desarrollo financiero de una reforma tan radical e importante como ésta. Luego veremos las implicancias para el desarrollo financiero y del sistema de pensiones. Nos referiremos también a la regulación de inversiones en el contexto de otros países que han hecho reformas, para luego pasar a la composición de carteras de inversiones de los fondos de pensiones. Quiero hablar también de forma breve de la frontera de riesgo-retorno y el costo en bienestar de la concentración de las inversiones, de los instrumentos y mercados financieros, y de los desafíos pendientes, para luego efectuar las conclusiones correspondientes.

Déjenme partir con el nuevo sistema de pensiones en República Dominicana. Acá quisiera referirme a un punto que me fue sugerido en una conversación breve informal hace unos minutos, por Don Iván Rondón, quien es asesor de la Presidencia, diciendo que la República Dominicana, como otros países de la región, se benefició en llegar tarde

¹ Las gráficas y cuadros a los que se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.



a adoptar un sistema de pensiones, porque aprendió de los aciertos y también de los errores de experiencias anteriores. Y, por tanto, el actual sistema dominicano, en su diseño, recoge precisamente la valiosa experiencia latinoamericana.

Es una reforma de pensiones clásica en su segundo pilar, con contribuciones obligatorias, cuentas individuales, administración privada, una fuerte regulación y una supervisión especializada. Es una reforma más ambiciosa que muchas otras; en su primer pilar, existe un aspecto novedoso respecto a que no hay precedentes históricos, ni en la región ni en Dominicana, y se contempla en esta reforma una amplia protección social para los no contribuyentes y los trabajadores independientes, con una significativa transferencia hacia los ancianos pobres cuando están en su etapa de retiro, y esto yo diría que es más amplio y más profundo que en otras experiencias.

Considerando la bastante reducida cobertura pre-reforma en la República Dominicana, menos de un tercio de la fuerza laboral, y el carácter universal de esta reforma, lo que se busca es una expansión gradual pero masiva de cobertura de la fuerza laboral. Los éxitos del inicio del nuevo sistema son patentes: partió en febrero del año 2003 y ha tenido una evolución posterior con un gran crecimiento de los afiliados; como ha sido señalado recientemente por la Licda. Alvarez de Hernández, el sistema también ha experimentado un gran e importante desarrollo de la industria y un perfeccionamiento del marco regulatorio y supervisor. En otras palabras, República Dominicana empezó más tarde que muchos países, pero creo que claramente ejemplifica el hecho de que es una reforma bien diseñada y bien encaminada en su aporte al desarrollo y fundamentalmente en su aporte para mejorar las pensiones de las generaciones actuales y futuras de este país.

¿Cuáles son las potenciales ganancias en crecimiento y desarrollo financiero? Esto es un tópico menor dentro de mi exposición, pero mayor para el país y quisiera partir refiriéndome brevemente a los mismos canales de transmisión que fueron mencionados por la Licda. Alvarez de Hernández en las palabras de inauguración.

Las contribuciones a la participación en el sistema generan un incentivo a la mayor formalización de los mercados laborales, a una incorporación





El Dr. Klaus Schmidt-Hebbel expone el tema Diversificación de las Inversiones en presencia del Excelentísimo Sr. Presidente de la República, Dr. Leonel Fernández, la Superintendente de Pensiones, Licda. Persia Alvarez de Hernández, y los demás integrantes de la mesa.



La Licda. Persia Alvarez de Hernández, Superintendente de Pensiones, acompaña al Excelentísimo Sr. Presidente de la República, Dr. Leonel Fernández, cuando se retira del Seminario SIPEN-AIOS, celebrado en el Hotel Jaragua.

mayor de la proporción de trabajadores al sistema formal, y generan un incentivo a un mayor empleo, a un menor desempleo estructural. El segundo canal potencial de una reforma de pensiones es que genera un desarrollo financiero, y lo que estamos viendo en forma incipiente hoy día en República Dominicana, y sin duda mucho más creciente en el futuro, es una situación en la cual la creación de pensiones promueve el desarrollo financiero y la profundización de los mercados de capitales. Y a través de una mejor intervención financiera se genera un fuerte incremento de la producción a través de la productividad de los factores, beneficiando con esto a la eficiencia productiva. Y el tercero de estos canales es un factor de cantidades, un sistema de pensiones potencialmente contribuye al ahorro y a la inversión de un país, y dependiendo un poco de cómo se financia fiscalmente la transición puede incluso reforzar ese efecto de ahorro-inversión. Y ahí tenemos los tres canales, y a través de ellos nosotros generamos mayor crecimiento de un país.

Esto es la teoría, pero ¿qué es lo que dice la práctica? ¿Qué dice la evidencia empírica? Aquí hay una respuesta en la que trabajamos hace dos años con Vittorio Corbo, actual Presidente del Banco Central de Chile. En el análisis estimamos en un rango plausible los efectos de la reforma de pensiones para un caso que ya lleva 25 años de historia, como es el caso de la reforma de pensiones chilena.

Si ven la última línea (ver Cuadro 1.1), ésta refleja la contribución total que ha hecho la reforma de pensiones chilena en 23 años de historia sobre el nivel del PIB chileno del año 2001, y ustedes ven la cifra al centro que dice que un 4.6 por ciento del nivel del PIB de Chile puede atribuirse a la reforma de pensiones, es la contribución de los fondos de pensiones. En otras palabras, de los 6,000 dólares per-cápita que tenemos los chilenos en promedio de vida este año para nuestra población, aproximadamente 300 dólares se deben a la contribución que hizo la reforma de pensiones chilena en mayor ahorro e inversión, en hacer los mercados laborales más eficientes, y en generar una mayor eficiencia productiva en la economía chilena. Si ustedes suman eso y lo componen les da un 4.6; es un rango por supuesto entre 1.9 y 9.8, pero nuestra estimación punto central es de 4.6.

Pregunta, ¿qué implicancia puede tener esto para República Dominicana? Pese a que el sistema dominicano no tiene una larga historia, se pueden



hacer inferencias a partir del diseño de qué podemos esperar para República Dominicana en comparación con el caso chileno. En primer lugar, por mayor ahorro e inversiones, en el caso de ustedes, por mayor incremento de ahorro forzoso inicial hemos tenido mayor efecto de ahorro y luego de inversión y crecimiento.

También el déficit fiscal y, por tanto el ahorro público, es menor porque ustedes en República Dominicana parten con un sistema que era más pequeño y se esperaba a través de estos dos canales un mayor ahorro-inversión. Por el lado de los mercados laborales, los efectos son un poco más ambiguos; básicamente, los incentivos para un mayor empleo formal y menor desempleo no son claros porque a su vez no había una situación de un régimen inicial donde este régimen se sustituye por la gran fracción de trabajadores y en este caso los efectos no son tan claros. Sin embargo, por el lado de la profundización financiera los efectos deberían ser muy superiores, en el caso chileno por la simple razón de que se parte con un nivel de subdesarrollo del mercado de capitales mayor que en el caso de República Dominicana, y por tanto el aporte que puede hacer el sistema de pensiones al desarrollo financiero, a la mayor eficiencia productiva y, por tanto, al crecimiento, puede ser mayor.

En conclusión, uno esperaría que el potencial efecto total en República Dominicana, después de 5, 10 ó 20 años fuese al menos tan grande como el caso chileno, pero, y acá hay un pero muy importante, la magnitud de este efecto va a depender mucho del éxito de la realización macroeconómica del país y de otras reformas estructurales. ¿Por qué razón? Porque las experiencias internacionales más allá de Chile muestran que las reformas son exitosas cuando están realizadas conjuntamente, en forma complementaria con otros avances en las políticas de un país. Ahora, creo que ustedes están en un muy buen camino para lograr eso, porque avanzan en distintos aspectos, en mercados de capitales, mercados laborales, ajustes fiscales y monetarios, que son muy importantes y hacen que esta condición se haga mucho más probable hoy en día; y eso me lleva a la macro, que son las perspectivas macro financieras para la República Dominicana, y su implicancia para el desarrollo financiero y del sistema de pensiones.

La situación inicial la conocen ustedes mejor que yo, pero hacia el 2003 y mediados del 2004 este país pasaba por una profunda crisis bancaria



por la insostenibilidad fiscal y las elevadas tasas de inflación y devaluación, y ciertamente eso presentaba un alto para el éxito de la reforma de las pensiones; una situación no muy distinta, quizás no tan grave, pero similar a la que enfrentó Chile entre el 82 y el 85. Nosotros en Chile, al igual que ustedes, empezamos con la reforma de pensiones un año antes de que detonara una crisis bancaria, financiera, cambiaria, macroeconómica y fiscal enorme que nos costó el doble a nosotros en cuanto a déficit cuasi-fiscal del Banco Central, en cuanto a pérdidas fiscales. En cuanto a recesión profunda nos costó 3 ó 4 veces lo que les costó a ustedes la crisis, pero sin duda que crisis como éstas ponen de alguna forma un *test* para el éxito de la reforma de pensiones y ese fue el caso de ustedes.

Los logros de la nueva administración que encabeza el Excelentísimo señor Presidente Dr. Leonel Fernández, con el apoyo de un acuerdo con el FMI, son el comienzo de un programa coherente de estabilización fiscal, monetaria y financiera, complementado por la negociación de la deuda y reformas estructurales que están encaminadas exitosamente, con muy positivas reacciones del mercado financiero y de la economía dominicana.

Quisiera decir que con un estudio de comparación internacional sobre recuperación post-crisis, que estamos haciendo en el Banco Central de Chile hoy en día, hemos comprobado que hay muy pocos casos en la historia contemporánea económica moderna, en los cuales después de una crisis económica profunda dual, cambiaria y bancaria, con una recesión incluso, un país salga tan rápido del hoyo como está saliendo República Dominicana en este momento; y eso es algo que sin duda se debe a la coherencia del programa, y a la positiva reacción de los mercados frente a esto. Acá están las proyecciones del gobierno y los objetivos establecidos en el acuerdo con el FMI; en general esas proyecciones son muy favorables para el desarrollo del sistema de pensiones (ver Cuadro 1.2).

Hay riesgos y hay oportunidades para el desarrollo financiero del sistema de pensiones dada la coyuntura actual. Número uno, es un buen augurio que haya habido un cumplimiento pleno de las metas con el FMI en el primer trimestre del año 2005; así como también la eventual capitalización del Banco Central y el Banco de Reservas en los años 2005 y 2006. Todas estas son señales y hechos claros que reducen los



riesgos financieros y aumentan la demanda de los fondos de pensiones por la gerencia del sector público; hay una demanda potencial que se justifica día a día, que no se ha realizado todavía, pero que debe realizarse pronto, tema en el cual voy a profundizar a continuación.

El término renegociación de la deuda pública, no solamente con acreedores externos y también internos, es un requisito fundamental para la restauración de la confianza en el instrumento público y en eso también se están haciendo avances muy importantes durante el actual año 2005. La emisión de nuevos bonos de gobierno, tres clases de bonos distintos, durante el 2005, también para la eventual adquisición por las AFP, es una doble ganancia en: número uno, estabilidad financiera para el país; y, número dos, diversificación de las carteras de los fondos de pensiones, la capitalización de los bancos, el fortalecimiento de la regulación y supervisión del sistema financiero y la autonomía del Banco Central y de la Superintendencia de Bancos, y, por qué no, eventualmente también mayor autonomía para las Superintendencias de Pensiones y de Valores.

Todo eso es una infraestructura de frontera en la experiencia internacional de los países para la inversión en pasivos bancarios y también en pasivos de mercados de intereses en general. La reducción de la altísima volatilidad real y financiera que logró el país en los últimos 8 ó 10 meses genera mejores incentivos para la inversión doméstica de fondos de pensiones. Crea opciones a la inversión de fondos de pensiones en renta variable doméstica los cuales pueden ser muy interesantes.

La reforma estructural para el crecimiento en la República Dominicana, que incrementa los retornos y reduce la volatilidad de las inversiones de los fondos de pensiones, es básicamente un paquete grande, pero en lo que atañe a los fondos de pensiones y al desarrollo financiero me gustaría mencionar tres temas que creo son importantes. Uno, la reforma tributaria del año 2006 en la que se pretende reemplazar impuestos distorsionadores por impuestos generales directos e indirectos; la ampliación de la base impositiva; y, fundamentalmente, una mayor eficiencia tributaria y mejor control tributario. Eso genera un gran efecto en términos de menor informalidad, reducción de los incentivos a la informalidad y un mayor desarrollo financiero del mercado de capitales. Un segundo aspecto pueden ser reformas laborales complementarias y un tercer aspecto son reformas del mercado de capitales para superar su pequeño tamaño y facilitar el desarrollo de nuevos instrumentos de mercado.

¿Qué muestra la evidencia internacional? Hay un estudio que desarrollamos nosotros hace un par de años atrás, conjuntamente con el Banco Mundial, que muestra que hay sinergias enormes cuando se realizan reformas en ámbitos distintos, ámbitos laborales, financieros, fiscal y macro. Y lo que nosotros encontramos en ese estudio es que los efectos de interacción entre reformas estructurales bien diseñadas implican una ganancia en la tasa anual de crecimiento de un punto porcentual en aquellos países que logren esa sinergia y esa complementariedad y es un ejemplo a seguir para el caso de República Dominicana.

Pasando al tema de regulación de inversiones, la regulación actual, con los límites correspondientes, está indicada en el Cuadro 1.3. Quisiera solamente decir acá, y eso contrasta con la evidencia o la práctica internacional, que la regulación hoy día implica que no se permite la inversión en títulos de gobierno o del Banco Central, y todavía no están reglamentadas las inversiones en títulos extranjeros. Eso es un reto importante y de corto plazo que se enfrenta en el caso de República Dominicana. Si ustedes ven la comparación internacional, República Dominicana es una excepción con estos límites de inversión, porque tiene básicamente de facto un cero hoy en día en pasivos del gobierno o Banco Central, que contrasta con límites que van desde 80.5 hasta 100 por ciento de la cartera, en casi todos los países del mundo (ver Cuadro 1.4).

También hay muy pocos países que prohíben la inversión de los fondos en el extranjero aparte de República Dominicana, que, de hecho no lo prohíbe, lo permite, pero aún no ha sido reglamentado el procedimiento para esta inversión. Esos países son Uruguay y El Salvador. En general, la norma es colocar límites que van entre 5 y 30 por ciento ó 50 por ciento en el caso de Bolivia, y eso ciertamente es un reto que se enfrenta.

La implicancia para el caso de República Dominicana es que urge la ampliación de la regulación en la inversión y eso requiere la aprobación por el Consejo Nacional de la Seguridad Social, CNSS, de inversión en títulos del Banco Central y más adelante del Gobierno, eventualmente, y aprobación por el mismo CNSS de un reglamento de inversiones en títulos en el exterior. Esas cosas urgen y urgen básicamente porque la composición de la cartera hoy día en República Dominicana es tal, que el 100 por ciento está concentrado en pasivos de corto plazo en la



banca; el sector financiero representa este 100 por ciento desde el año 2003. Toda el área amarilla en la Gráfica 1.2 indica que el 100 por ciento de la cartera en República Dominicana está concentrada en pasivos de corto plazo y eso contrasta enormemente con otros países; puede verse que en general en otros países domina el área azul, lo cual indica la proporción de carteras que está invertida en el sector estatal, papeles de gobierno, papeles de bancos centrales, que fluctúan en el caso de Chile en torno a quizás el 20 por ciento hoy día, hasta algo cercano a 100 por ciento en otros países como El Salvador, Bolivia, México, Argentina, Uruguay y Kazajstán. Para irnos un poco más lejos, esta proporción invertida en papeles del Estado es significativamente alta en Polonia (ver Gráfica 1.3).

Existen pocos países en este momento con carteras bastante diversificadas, Perú es un caso donde hay inversiones bastante diversificadas en el sector financiero, en el sector externo, en el sector empresa, el rojo bastante grande, y el sector estatal, el azul en Perú, más bien es más pequeño (ver Gráfico 1.3). Lo que muestra la experiencia es que los países parten con una concentración importante, como el caso de República Dominicana. Pero con el paso del tiempo, a medida en que se generan los incentivos para el desarrollo de los instrumentos, esa concentración disminuye como puede verse en las Gráficas 1.2-1.3. Para evidenciar esto, matemáticamente se puede computar simplemente un índice de concentración; cuando este índice es 1, como en República Dominicana, está todo concentrado en una sola clase de activos; cuando es 0, la diversificación es completa. Ustedes pueden ver el caso de, por ejemplo, Chile; para este país, la línea azul baja de 0.6 al inicio de la reforma hasta algo así como 0.4 (ver Gráfica 1.4). En todos los demás países también hay una tendencia hacia la disminución de la concentración en el tiempo, y, sin duda, también este es el reto importante para República Dominicana.

Quisiera decir también que la reducción de la concentración de la cartera de fondos de pensiones es básicamente en función de dos cosas, no solamente la ampliación de la regulación sino también del desarrollo financiero, de la oferta creciente de instrumentos. Pero el desarrollo financiero del mercado de capitales es a su vez el resultado del aporte del sistema de pensiones, más allá de las reformas estructurales, o sea, que hay un problema de círculo virtuoso que hay que generar. En el caso de Chile, este círculo virtuoso en el crecimiento del sistema de

pensiones y desarrollo financiero es clarísimo y en el mismo estudio con Corbo, al cual yo hice alusión previamente, nosotros lo que hicimos fue descomponer el crecimiento que tuvo la profundización financiera medida por la proporción de activos financieros en el mercado de capitales como porcentaje del PIB; en ese período en Chile existía una economía muy subdesarrollada financieramente con mercados de capitales inexistentes a mediados de los años 70, donde los pasivos de todo el sector financiero de capitales representaban algo así como el 15 ó 20 por ciento del PIB, y hoy día estamos en torno al 180 por ciento del PIB y acá esos son los números, pero esos números los descompusimos nosotros en el aporte que hizo la reforma de pensiones que son las barras verdes (ver Gráfica 1.5). Es decir, más o menos un tercio de este crecimiento de 150 puntos del PIB es estadísticamente atribuible al aporte que hizo la reforma de pensiones, a través de la demanda por papeles de los fondos de pensiones por papeles domésticos. Entonces, el crecimiento financiero doméstico del PIB se puede atribuir también a este aporte; es el gran reto para República Dominicana.

Entraremos ahora al tema de fronteras riesgo-retorno y costo-bienestar de la concentración. Es costoso que la cartera esté concentrada en un solo activo, como pueden ser bonos de Gobierno, siendo en gran medida este el caso de México, o como pueden ser los depósitos bancarios en el caso de Dominicana. Pero la pregunta es, ¿cuál es el costo de esta concentración de la cartera? Lo que nosotros tenemos es que la combinación de retorno, retorno promedio y riesgos o de utilidad de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones refleja básicamente tres cosas: (i) las restricciones impuestas por la regulación; (ii) la profundidad y diversidad del mercado de capitales doméstico; y, sujeto a las dos realidades anteriores, (iii) las políticas de inversiones de los administradores de fondos de pensiones.

Sobre la base de una metodología de utilización de carteras, ya que hay varias opciones, ustedes pueden minimizar varianza sujeto al retorno, pueden usar la maximización de utilidad. De cualquier metodología de éstas se puede derivar la frontera de riesgo-retorno para situaciones en las que se contraría a los hechos o situaciones *counterfactual*, por el término en inglés, de menores restricciones regulatorias o mayores ofertas de papeles de mercado doméstico. Levantar completamente las restricciones a la inversión de los fondos de pensiones obviamente no es óptimo y nadie aboga por eso, por las posibles penalidades por



problemas de agencias en la administración de los fondos de pensiones, por lo que alguna regulación siempre se justifica, la pregunta es qué es lo que pasaría si no hubiese regulación alguna como ejercicio contrario a los hechos.

La experiencia muestra a su vez, como ya dije antes, que una regulación gradual, desde una regulación draconiana o restrictiva hacia una regulación liberal no menos restrictiva, y me quiero basar en la metodología de Solange Berstein, quien está aquí en la sala y que trabaja en la Superintendencia de AFP como Jefa de Estudios, y de su coautor Rómulo Chumacero, que hacen una metodología de cálculo de los costos que ha tenido el caso chileno³, la manutención de límites o la lenta diferenciación de los límites desde el 81 hasta aproximadamente el año 2000. Basándonos en esa metodología se puede derivar una frontera de riesgos-retornos contraria a los hechos, *counterfactual*, sin límites de inversión. ¿Qué hubiese pasado con los retornos efectivos dadas las varianzas observadas entre el año 81 y el año 2001? ¿Cuál sería entonces la frontera? Chile tuvo una volatilidad de 1.2 por ciento de sus retornos mensuales en los 25 años del período y una tasa de retorno real entre 10 y 10.5 por ciento anual. Ese es el punto en el cual se sitúa Chile en esos 24 años, la correspondiente frontera con un método de administración de varianza es lo que se presenta en la Gráfica 1.6 y ese hubiese sido el beneficio si no hubiesen habido entonces esos límites o si la concentración hubiese sido menor y hubiésemos podido obtener una combinación de riesgo-retorno, menor riesgo-mayor retorno o una combinación de ambos superior.

El mismo ejercicio se podría hacer para República Dominicana y en este caso consideramos cuatro instrumentos que componen la cartera contractual. Primero, renta fija doméstica usando la tasa de interés real de impuestos bancarios, a 30 días; segundo, renta variable doméstica, no existe en República Dominicana, pues no hay un mercado de activos, por lo que he utilizado el PIB de República Dominicana, el cual refleja un dividendo representativo de un fondo mutuo de países cuyos precios son equivalentes a un índice de precios de acciones ficticias. Entonces, se ha usado como *proxy* lo que pasaba con el PIB de República Dominicana. Luego, he utilizado para medir la renta fija extranjera, al retorno real en bonos del tesoro de Estados Unidos a 90 días, y para

³ Se refiere al estudio "Cuantificación de los Costos de los Límites de Inversión para los Fondos de Pensiones Chilenos" preparado por Solange Berstein y Rómulo Chumacero (Abril 2005).

medir la renta variable extranjera, al índice de acciones Dow Jones. Esto es un ejercicio, no plantea recomendaciones, es para ilustrar el tema de cómo puede ser costosa una concentración excesiva de los fondos.

Lo que tenemos acá es la utilización de carteras usando la misma metodología anterior que se usó para el caso de Chile, y es la siguiente frontera de riesgo-retorno bajo cuatro condiciones de creciente ampliación del tipo de instrumento. La situación actual es que el retorno promedio entre junio de 2003 en República Dominicana y diciembre de 2003 fue de 4.5 por ciento real, una volatilidad que la normalice a 1, que equivalió al 1.3 por ciento de la reducción estándar mensual, y se normalizó a 1, y luego yo comparo eso con la cartera de inversión doméstica, exclusivamente con los límites de 100 por ciento en renta fija doméstica y 30 por ciento de renta variable doméstica que equivale a la regulación actual permitiendo cero en inversión extranjera, renta fija y renta variable y eso me da, a la misma volatilidad, un retorno de 5 por ciento, por tanto esa es la ganancia en retorno que se habría logrado usando los números de mercado entre junio 2003 y diciembre de 2004.

Si nos movemos a otra columna que amplía la inversión hacia un máximo de inversión en renta fija extranjera de 30 por ciento y en renta variable de 10 por ciento, se gana, no solamente en rentabilidad sino que en menor volatilidad por la covarianza, baja o negativa, entre inversión extranjera o inversión local, es decir, que si la volatilidad cae de 1 a 0.84-0.95 y la rentabilidad sube de 4.5 a 6 u otra alternativa superior, pero ahí aumentamos volatilidad y tasa de retorno a 7.8, 9 ó 10. Una cartera extrema con cero límites que no es lo que yo abogo en lo absoluto, pero si pasáramos a eso hubiese implicado una ganancia marginal en este rango todavía, pero no sin muchas diferencias con una cartera con límites, y eso simplemente usando los retornos correspondientes.

Acá están las fronteras para el caso dominicano en los años 2003 y 2004, acá está la situación actual: un retorno promedio de 4.5 por ciento real en el período del año y medio, la boletería correspondiente normalizada a uno, ésta es la frontera si se permite inversión doméstica, ésta es la inversión extranjera, y la ganancia correspondiente arriba a la izquierda, menos volatilidad y mayor retorno (ver Gráfica 1.7).



Con las carteras más realistas que permiten inversión extranjera pasamos a 80 por ciento, y subimos renta doméstica a 6.6; renta fija extranjera a 3.9; renta variable acciones Dow Jones al 10 por ciento de la cartera, eso es lo que se eligiera voluntariamente en mi modelo de optimización dada la matriz de varianza-covarianza, la rentabilidad efectiva y las volatilidades que se observaron en los años 2003 y 2004.

Esto por supuesto, es un ejercicio ilustrativo, en el futuro los datos pueden ser distintos. Por eso no he realizado ninguna recomendación concreta, simplemente he ilustrado las ganancias que tienen para el afiliado promedio si se permite una cartera más diversificada.

Por último, se computa el costo-bienestar, esto es de alguna forma el impuesto implícito que paga el trabajador por el hecho de no contar con carteras más diversificadas correspondientes a la situación tres y se puede computar en términos de la utilidad que él pierde por tener una mayor concentración y un menor retorno y también en este caso una mayor volatilidad de un por ciento más o menos de su riqueza acumulada hasta diciembre del año 2003, eso refleja los beneficios que se tendrían al diversificar la cartera.

Con esto pasamos a los desafíos pendientes en el desarrollo de instrumentos de mercados financieros, analizar los retos y los avances que se han logrado en República Dominicana.

En primer lugar, se van a colocar en este año tres clases de bonos de gobierno, después de la reciente aprobación de los bonos. Una vez que el Consejo apruebe esto en el mediano plazo se abrirá un campo fértil para la diversificación de portafolios hacia estos bonos públicos de corto, mediano o incluso largo plazo. La emisión de certificados del Banco Central continúa y esa es otra posibilidad de diversificación importante; por su parte, la profundización de mercados secundarios y títulos de gobierno en la bolsa de valores es un reto, que no es difícil, es algo que ya se está haciendo, hay que profundizar solamente en las emisiones futuras en títulos del Banco Central y Gobierno. Esto ofrece una notable oportunidad para los fondos por la extensión gradual de madurez de emisiones que ya se ha hecho ahora de 1.5 a 5 años en caso de los certificados, además porque son instrumentos que están indexados o a la inflación o al tipo de cambio en opciones distintas y a plazos mayores, y el plazo actual en el caso de las inversiones es de 90 días, y



eso significa una posible ganancia muy importante que hoy día debería aprovecharse porque se ha logrado una estabilización gradual en lo macro, en lo financiero y también en la banca central que hace aparecer esta opción como muy válida.

La reestructuración de deudas pendientes, el ajuste fiscal, la caída de la inflación y la reducción de la tasa de interés como ya hemos visto ahora, sin duda que van a continuar en el futuro.

Acerca de los bonos hipotecarios, la situación actual es que los bonos hipotecarios son pasivos respaldados por el capital de los bancos, y aquí hay varios retos por desarrollar: letras hipotecarias respaldadas por hipotecas, utilización de los préstamos hipotecarios, la participación en sociedades de inversión inmobiliaria y los mercados secundarios para estos nuevos instrumentos, probablemente en la bolsa de valores como es en otros países. En lo referente al desarrollo del mercado de instrumentos hipotecarios, la experiencia de nosotros en Chile es sólida; este desarrollo se promueve también con el uso de un instrumento reajutable, como por ejemplo la llamada Unidad de Fomento, de cotización diaria, la cual es una unidad de cuenta indexada a la inflación del mes anterior, que sirve para las transacciones primarias y secundarias.

En cuanto a los bonos corporativos, básicamente en el mercado actual son inexistentes pero se observan condiciones similares de su desarrollo incipiente futuro como el mercado de acciones. Hay una primera emisión de bonos corporativos; para la siguiente semana tengo entendido que hay una posibilidad muy cercana para la inversión de los fondos de pensiones que se debería aprovechar en acciones. Como ya dije, el mercado actual de emisión y transacciones públicas es inexistente; es un gran reto para las autoridades regulatorias, para los participantes del mercado, para las empresas. Esto contrasta un poco con el mercado de emisiones privadas que es activo, que se transa aparentemente entre bancos, empresas y clientes. El 98 por ciento de las acciones en la bolsa de valores dominicana es en papeles comerciales, no hay nada activo en acciones de oferta pública o en bonos porque el mercado accionario está subdesarrollado.

Al respecto voy a listar algunos elementos que también se observan en otros países de tamaño y grado de desarrollo similar a República Dominicana: en primer lugar, el pequeño tamaño de los emisores y el



mercado potencial por economías de escala en los gastos fijos de primera emisión para la empresa, para la bolsa y las transacciones secundarias. Hay un control familiar de empresas muy importante que tiende a inhibir la apertura en bolsa, hay una débil cultura de transparencia e información financiera en la empresa; también hay un débil control tributario de empresas, que incentiva la evasión y manejo cerrado; y, finalmente, hay un marco legal de regulación de sociedades abiertas que es nuevo. Y acá quiero decir que el marco regulatorio legal que ustedes tienen es de frontera internacional, ustedes han tomado lo mejor que hay en materia de regulación de valores de las leyes correspondientes que hay en la práctica internacional. Lo que sí es que, como es nuevo, la capacidad supervisora de valores está en desarrollo y por ahora, para las empresas adecuarse a esos nuevos mercados requieren de un aprendizaje un poco más lento y costoso y eso va a tomar un par de años seguramente.

Pero hay significativos avances, como ya he mencionado, Ley de Valores, Depósito Central de Valores, administración de la bolsa de valores, posible *cross listing* en el cual no soy muy optimista que gane mucho porque es también bolsa de países pequeños, pero es una iniciativa que vale la pena seguir. Las primeras emisiones de acciones por grupos privados es otra posibilidad importantísima de diversificación, creación de mercados y participación de los fondos de pensiones y, finalmente, es una iniciativa central promover las transacciones de acciones globales y emisiones de acciones de proyectos locales y multinacionales en los cuales tengo entendido que hay avances importantes por la Superintendencia de Valores.

Algunos retos en el mercado de valores en cuanto a la creación de instrumentos y mercados nuevos los constituyen los siguientes: Primero, el inicio y desarrollo del sistema resistió exitosamente la crisis económica y financiera de 2003 y 2004; el hecho de que el sistema haya resistido una crisis completa, cambiaria, bancaria y fiscal, es un resultado extraordinario. Esto es un logro de las autoridades actuales, del Banco Central, del Gobierno encabezado por el excelentísimo Señor Presidente, y no es el resultado normal evidenciado en otros países. Por supuesto que la evolución futura condicional al éxito en mantener y profundizar la estabilidad macro y financiera de la República Dominicana, pero eso parece ser muy factible a la luz de las políticas en curso y de los logros y objetivos sobre el cumplimiento del programa con el FMI, por ejemplo.



La infraestructura legal del sistema de pensiones, de la banca, del mercado de capitales, del mercado de valores, como ya dije, es de frontera internacional y los marcos regulatorios y su aplicación están en pleno desarrollo y aprendizaje activo por reguladores y por regulados, y eso es muy favorable y también contrasta con muchos otros países donde el proceso fue más lento.

Debido a la falta de instrumentos y debido a las restricciones a los tipos de instrumentos, la actual concentración del 100 por ciento de la cartera de los fondos de pensiones en el pasivo bancario es ineficiente. De eso no hay ninguna duda, lo tienen clarísimo las autoridades y están trabajando activamente para ampliar eso a la gama de 4 ó 5 instrumentos que mencioné previamente, esto urge sin duda alguna, es el gran reto para el año 2005 en el caso al menos de los certificados del Banco Central y de inversión extranjera.

La diversificación futura dependerá entonces del pronto levantamiento de los tipos de instrumentos en que puedan invertir los fondos de pensiones, y segundo, en gran medida, y es un reto también compartido con el sector privado, del desarrollo del mercado de capitales doméstico con las ofertas correspondientes de nuevos instrumentos.

Finalmente, urgen reformas complementarias. Mencioné varias para promover la estabilidad macro-financiera y el desarrollo del Sistema de Pensiones, quiero mencionar una en particular que es una reforma tributaria que reemplaza la anunciada ya en los planes de gobierno para el año 2006 y es una reforma que reemplace una buena parte de los actuales impuestos especiales de la crisis, como los llamaría yo, pues no sólo son distorsionadores, sino que también son inhibidores del desarrollo del mercado financiero y de capitales. Deben por tanto ser reemplazados por impuestos más generales, de bases más amplias, los indirectos y los directos, y también deben ser complementados con un buen control de la evasión tributaria. Eso ciertamente generará un incentivo para la profundización financiera y por tanto para la oferta de papeles en los cuales se puedan invertir los fondos de pensiones.

Muchas gracias.



I.B. Comentario a la exposición del Señor Klaus Schmidt-Hebbel

Hugo Samander

Académico de la Fundación CIFE, España

Panelista Bloque I

Buenos días a todos, quisiera en primer lugar agradecer a los organizadores de este evento por permitirme estar en este seminario y poder transmitir un poco de nuestras ideas respecto al sistema privado de pensiones, la diversificación de las inversiones y la exposición del Sr. Schmidt-Hebbel. La verdad es que se me hace muy complicado tratar de dedicar tan solo diez minutos a un tema tan amplio, pero por otro lado el Sr. Schmidt-Hebbel prácticamente ha tocado todos los temas, entonces lo que yo voy a tratar, va a ser de complementar lo dicho por él y reforzar algunas ideas que son importantes destacar. No creo que debamos perder ni un momento de vista, cuando analizamos temas de inversión o cuando analizamos en general cualquier tema de pensiones, cuál es el objetivo de estos sistemas que se han creado, cuál es el objetivo de un sistema de capitalización individual y cuál es el objetivo de un sistema privado de pensiones. En realidad el objetivo es uno solo y es el de mejorar la calidad de vida de los trabajadores al momento de su jubilación; pueden haber otros objetivos complementarios pero hay que tratarlos como tales, hay que tratarlos como objetivos secundarios al primer objetivo principal, que es la calidad de vida del pensionado.

En ese sentido, objetivos como aumentar el ahorro nacional, desarrollar mercados de capitales, disminuir el déficit fiscal o financiar el déficit fiscal, deben ser objetivos que se deben subordinar al primero. Entonces, todo lo que debiéramos hacer en este sistema debiera ser analizado desde ese punto de vista; y un poco de eso es lo que vamos a ver en las siguientes transparencias. Lo segundo que quiero resaltar es una característica clave de todo sistema privado de pensiones en la región y se ha podido demostrar que conforme han pasado los años, tanto en Chile, Perú, Argentina y en otros sistemas más antiguos, conforme ha ido pasando el tiempo, hay una característica que se ha dado en todos ellos y es que la demanda de instrumentos siempre tiende a superar a la oferta y pongo entre paréntesis calidad, porque oferta de instrumentos pueden haber miles, pero en realidad los fondos de pensiones tienen que hacer un trabajo muy fino de ver qué instrumentos se requieren. Desde ese punto de vista siempre surge la necesidad de generar nuevas



alternativas de inversión y es el gran reto que tienen normalmente los reguladores o todos los participantes de este mercado. Por mencionar algunos ejemplos, en el caso peruano, que es el que tengo más cercano, pues soy de Perú, entre el 50 y el 60 por ciento de los fondos de inversión privados son manejados por las AFP, mientras que el otro porcentaje recae en los bancos, compañías de seguros o fondos mutuos, con lo cual ya empezamos a ver la importancia de este tipo de fondos en mercados como los nuestros.

Lo segundo es que los déficit de instrumentos, lo cual se relaciona con lo que les decía al principio, se van a ir dando poco a poco. Hoy día en Perú cálculos aproximados nos dicen que el déficit de instrumentos para las AFP puede llegar a 1,500 millones de dólares. Esto representa casi el 20 por ciento del total del fondo de pensiones. Con esto podemos ver un poco la magnitud del problema. Teniendo esas dos ideas claras desde el inicio, debíamos preguntarnos si es importante diversificar. Yo creo que en realidad el concepto siempre ha sido aceptado, tanto por la economía financiera como por cualquier criterio, desde frases tan obvias para la gente como “*que no se deben colocar todos los huevos en una sola canasta*”, hasta estudios mucho más técnicos como el ejercicio que presenté anteriormente el expositor.

Les presento los resultados de un estudio que hicieron Pierold y Musher en el año 2002, y en realidad lo que hacen es hacer una regresión para distintos mercados durante 30 años con distintos tipos de activos, *equity* y bonos. La conclusión es que existe una frontera eficiente en realidad compuesta por todos los activos del mundo. Pero lo que quiero resaltar del estudio son algunas ideas. Primero, lo que denota es que los mercados emergentes tienden a ser menos eficientes; por ejemplo, el *equity* del mercado eficiente arroja una volatilidad del 22 por ciento y un retorno del 9 por ciento; sin embargo, el *equity* de algunos otros mercados como Francia y Reino Unido arroja volatilidades de un 23 por ciento y un retorno de 14 por ciento. Definitivamente, si yo tuviera la opción de colocar el 100 por ciento de mi retorno en uno o en otro, me iría hacia el mercado más eficiente que es el del Reino Unido o Francia en este caso, por mencionar un ejemplo.

En el caso de los mercados de bonos, el problema no es tan grave justamente por las características propias de estos mercados que tienen una menor volatilidad. Sin embargo, si el concepto es siempre aceptado,



la pregunta es por qué nos sentamos a discutir el tema?; y en realidad hay dos cosas que saltan a la vista. La primera es que normalmente es difícil poner en práctica el concepto diversificación, esto ocurre básicamente por la escasez de instrumentos. Lo segundo es que en general ocurren conflictos de intereses de los gobiernos y las personas que suelen tomar la decisión de fijar los límites o de fijar las políticas reglamentarias de las AFP. Por ejemplo, surgen conflictos como *“debo o no financiar deuda pública”, “quiero o no proteger mercado cambiario”, “quiero o no desarrollar ciertos sectores económicos que me interesan por un tema social o por un tema estratégico del gobierno en el que estoy”*. Entonces, suelen surgir este tipo de problemas que son los que limitan aún más la oferta de instrumentos.

El Sr. Schmidt-Hebbel comentaba también sobre las restricciones en mercados locales. Existen características que se repiten en los mercados de toda la región. Primero, tenemos mercados accionarios nulos o muy poco desarrollados. En realidad, creo que se cuenta en América Latina con 1 ó 2 mercados accionarios, y eso podríamos ponerlo inclusive en duda.

En cuanto a la deuda privada, la misma existe, pero con pocos emisores. En el gráfico del Sr. Schmidt-Hebbel se veía un poco la experiencia peruana y, efectivamente, Perú tiende a invertir mucho en lo que es bono corporativo e instrumentos similares. Sin embargo, el número de emisiones dentro de este sector suele ser escaso, suelen ser los mismos los que emiten en este sector, y es un tema básicamente de riesgo país, porque no hay muchos emisores que cumplan con todas las condiciones que normalmente exigen las AFP para que podamos colocar ese tipo de papeles. En tercer lugar, hay una alta dependencia del sistema bancario, y por lo tanto los fondos de pensiones están expuestos al riesgo sistémico bancario, con lo que se impone un grave riesgo si no se diversifican a otros sectores los recursos del sistema privado de pensiones. Y, finalmente, la deuda pública normalmente en nuestros países está desacreditada, ha pasado por lo general por un proceso de refinanciamiento y de reestructuración, y la gente tiene muy mala experiencia, con lo cual se genera resistencia.

Por lo tanto, concluimos hasta este momento que hay poca diversificación en nuestros mercados, por lo cual generamos mayor riesgo para un mismo nivel de retorno, lo cual no debiera ser así. ¿Qué debíamos hacer para diversificar? He escogido aquí algunos puntos



del Sr. Schmidt-Hebbel, los que creo que deben resaltarse sobre manera. En primer lugar, inversiones en el exterior. ¿Por qué? Primero que nada, porque diversifico riesgo país; siguiendo la misma lógica de los huevos en la canasta, no debíamos poner todos los recursos en un mismo país y por lo tanto debieran salir afuera. En segundo lugar, tengo acceso a sectores económicos a los que probablemente no podría acceder localmente, como son biotecnología, armamento, salud, entre otros; probablemente este tipo de sectores no puedan conseguirse localmente, porque quizás las empresas locales de ese sector no son lo suficientemente grandes como para emitir algún papel. En tercer lugar, la búsqueda de carteras globales mejora sustancialmente la relación riesgo-retorno de los portafolios, un poco lo que veíamos con la frontera eficiente del Sr. Schmidt- Hebbel.

Un punto adicional es que al invertir en carteras globales, se contribuye a sincerar los precios de los mercados locales. ¿Qué sucede cuando tenemos el mercado muy cerrado? Cuando tenemos un exceso de fondos, lo que sucede es que la tasa de interés no suele reflejar el riesgo que estamos tomando, y eso lo vivimos en muchos de los países en que tenemos este tipo de fondos.

En Perú, país con clasificación internacional BB, solemos comprar bonos de empresas privadas con tasas mucho menores de las que me puede dar un país BBB o A, con lo cual ahí hay una ineficiencia que estamos corriendo. Al salir a mercados exteriores también podemos acceder a plazos mucho más amplios, con lo cual tendemos a alcanzar mejor lo que es el concepto de sistema privado de pensiones que son obligaciones de muy largo plazo.

Adicionalmente, países de Europa Occidental tienden a invertir porcentajes mucho más altos de lo que lo hacemos nosotros, y si lo hacen ellos es por alguna razón. Y es justamente por todo el sustento técnico que tiene este tipo de cartera que favorece su utilización. Por lo tanto, no pido una ampliación al 100 por ciento, pero sí deberíamos tener un análisis dinámico de los límites, de tal forma que los vayamos cambiando periódicamente en el tiempo, conforme se van dando las necesidades en los mercados.

Otro tema es que sí debiera incluirse a la deuda pública como parte de la cartera, pero con limitaciones. Este es uno de los puntos que



justamente les comentaba, la deuda pública en nuestra región está desacreditada y probablemente con mucha razón, probablemente porque los políticos suelen hacer mal uso de ella en algunas ocasiones. Les recuerdo la ley del péndulo, la cual funciona muy bien en la región, pasamos de la izquierda a la derecha fácilmente y en ese péndulo no sabemos qué puede pasar, con lo cual, si concentramos todo en una cartera fija estatal corremos un grave riesgo. Además, el Gobierno siempre tiene un claro incentivo a tomar parte de esos recursos ya que los considera fáciles de obtener; sin ningún tipo de problemas, le pone un límite mínimo o un límite máximo alto, con lo cual no debiera tenerse un mayor problema.

Lo que sugiero es que pongamos límites, pero tratemos de blindar esos límites, llámese vía una ley, llámese vía un acuerdo político, llámese un acuerdo constitucional, lo que sea dependerá de cada país, y de la estructura jurídica que tenga. Pero deberíamos tener la seguridad de que esos límites van a ser relativamente estables, con lo cual el sistema también va a tener cierta seguridad en ese punto.

También debe desarrollarse el mercado local de capitales. De hecho, los sistemas privados de pensiones tienden a ayudar mucho a este objetivo. Sin embargo, debiéramos enfocarnos en lo que es renta fija, y dentro de renta fija resalto tres puntos.

Primero, instrumentos de deuda corporativos: tenemos pocos emisores con riesgos crediticios aceptables con lo cual en realidad no tenemos mucho que hacer, hay que buscarlos, tratar de convencerlos de que emitan, esto implica también transparencia en información, normalmente tienen que emitir un prospecto y publicar balances y cosas por el estilo, con lo cual no serán muchos los que quieran, hay que ir convenciéndolos poco a poco.

Segundo, las concesiones me parecen un punto clave, hay empresas con ingresos estables producto de concesiones, con lo cual el Gobierno en la medida que promueve este tipo de inversión en nuestros países, podemos acceder a financiar este tipo de empresas. Les pongo el caso de Perú, TGP es la empresa Transportadora de Gas del Perú, la cual ha construido el gaseoducto que funciona desde la sierra en el Cuzco hasta Lima, con una inversión súper millonaria, que constituye la inversión más grande en el Perú durante los últimos años. Y las AFP han financiado



gran parte de esta inversión a través de una emisión aproximada de 350 millones de dólares. ¿Qué tiene de ventaja? Que al hacer un gaseoducto, al igual que las carreteras, lo que se paga es un peaje, por lo cual tenemos un ingreso estable, no debiéramos tener mayor volatilidad en el papel, mayor riesgo crediticio, es un papel perfecto para las AFP.

Y tercero, en cuanto a instrumentos hipotecarios, también sucede algo similar pues tenemos cartera garantizada. Sin embargo, yo les pongo aquí un tema que creo que se repite en muchos países de la región, hay que asegurar el cobro rápido en caso de ejecución de garantía. Normalmente, los poderes judiciales de nuestros países son muy lentos y al momento que quiero cobrar una garantía probablemente la garantía ya esté deteriorada, ya no exista o ya valga el 10 por ciento del valor de cuando fue adquirida. Este tipo de cosas hay que arreglarlas si queremos desarrollar este tipo de mercados, porque de lo contrario no tendrán un mayor desarrollo.

Adicionalmente, se puede favorecer también el desarrollo de renta variable, pero en la medida en que se pueda ir dando poco a poco en el mercado local. Es un esfuerzo muy a largo plazo, definitivamente implica una mayor transparencia de información. El desarrollo siempre será limitado porque siempre habrá pocos actores y además siempre vamos a tener la compensación del mercado mundial al cual podemos acceder. Pocos actores, me refiero no sólo por el lado de emisores de renta variable, sino por el lado también de posibles inversionistas. Los fondos de pensiones van a tender a llevarse casi todo, con lo cual los otros inversionistas van a tener cada vez menos incentivos a entrar.

En el mismo sentido de idea, este es un mercado que puede generar riesgo de precios ficticios y liquidez futura. En la medida que logremos desarrollar un mercado, vamos a poder conseguir cosas interesantes. Pero la experiencia nos dice que es muy complicada nuestra región y que hemos conseguido que, al tener un mercado pequeño con límites de inversión en el exterior de un nivel muy bajo, se tienda a comprar demasiado, a elevar precios y normalmente esto no representa en muchos papeles el verdadero valor de la empresa. Además, se empieza a concentrar en pocos papeles, con lo cual se empieza a acceder a un riesgo de liquidez futura.



Algunas acciones preventivas, que he incluido en la presentación para el mercado de renta variable son: que hay que valorizar diariamente el precio del mercado, esto permite tener una mayor noción e información sobre el valor del instrumento. Adicionalmente, en cuanto a los límites de concentración por empresas, no debiéramos permitir grandes concentraciones por cada empresa, hay que diversificar también a nivel de empresas. Y debe existir también la posibilidad de invertir en el exterior, porque esto va a generar una competencia entre activos y esto hará que si el papel localmente está muy caro, pueda acudir al exterior y conseguir el mismo sector a un precio más barato.

Termino con las ideas siguientes: no límites mínimos, es un punto que lo he pasado para dejar una idea final, en algunos países tenemos límites mínimos para los sistemas privados de pensiones y esto en realidad distorsiona por completo el concepto diversificación y no tiene ninguna lógica. Finalmente, hay que recordar que las AFP cumplen un rol fiduciario y tienen una gran responsabilidad con prácticamente toda la población de un país, por lo tanto hay que darle la posibilidad de alcanzar esa frontera eficiente de mercado, probablemente suene teóricamente muy alejado pero hay que tratar de darles esa posibilidad. Sin embargo, no hay que hacerlo libremente, hay que controlarlas de alguna forma, sino lo hacemos vía límites. Por mencionar algún indicador para controlar ese riesgo, tenemos por ejemplo el *value risk* que suele ser un indicador muy útil, por lo cual se puede implementar e ir desarrollando.

Muchas gracias.

I.C. Comentario a la exposición del Señor Klaus Schmidt-Hebbel

Luis Molina Achécar

Presidente, Asociación Dominicana de Administradoras

de Fondos de Pensiones, República Dominicana

Panelista Bloque I

Buenas tardes. Me gustaría felicitar a la licenciada Persia Alvarez de Hernández por la exitosa organización de este evento y al señor Schmidt-Hebbel por su excelente presentación, así como la pertinencia de los comentarios del panelista que me precedió.

La Asociación Dominicana de Administradoras de Fondos de Pensiones (ADAFP) está totalmente alineada con la conveniencia de diversificar el portafolio de inversión. De hecho es una de las dos primeras prioridades que tenemos en nuestra agenda de trabajo y que hemos discutido con la Superintendencia de Pensiones, de manera que hay una coincidencia plena y total.

Ahora bien, ¿por qué razones diversificar? Bueno, la primera razón ya la ha expresado en muchos aspectos el Sr. Schmidt-Hebbel; una razón meramente de buena técnica financiera. Desde la época de Marcowitz, quien empezó a trabajar todo este tema, se vio que la diversificación minimiza el riesgo y mejora el retorno a largo plazo. De manera que estamos totalmente de acuerdo, por lo que este punto no lo voy a argumentar. Se podría argumentar qué tipo de diversificación se podría realizar y de qué manera realizarla. Desde el punto de vista teórico estamos totalmente de acuerdo en que la buena práctica financiera y la teoría del portafolio indican que es correcto diversificar.

La segunda razón por la cual hemos pensado en la diversificación, es por una necesidad nacional. Cuando se nos cierra una puerta tenemos que abrir otra, y ahí juega un rol clave la diversificación del portafolio y de las AFP. Nosotros, como país, estamos inmersos en programas de reformas profundas con el FMI, después de toda la crisis económica y financiera que ha padecido la República Dominicana, y esa reforma conlleva cambios fundamentales en la forma, sobre todo, de hacer banca. Se promulgó un nuevo Código Monetario y Financiero en el que toda la sustentación de la normativa bancaria se encuentra en reglamentos. Hace apenas 60 días se publicó el nuevo reglamento de riesgos de



mercado. A raíz de este reglamento tenemos que empezar a reportar riesgos cambiarios, los riesgos de precios y los riesgos de liquidez. Aunque este reglamento no ha entrado en vigencia, sí entró en vigencia la penalización para el caso de que no se tenga la solvencia adecuada a los requerimientos patrimoniales, para junio del próximo año.

Con esta nueva reglamentación hay que calzar los plazos tanto de los activos como de los pasivos. Esta función de transformación de los plazos, que normalmente hacen las entidades bancarias en países en vías de desarrollo, donde no se ha desarrollado un mercado de capitales y donde no hay recursos de largo plazo, la hacemos nosotros. Esta práctica tiene un riesgo de precio, para lo cual ajustábamos la tasa y hacíamos el calce de plazos, no desde el punto de vista de flujos de efectivos, sino desde el punto de vista de precios. Teníamos altos encajes, un 20 por ciento de liquidez mínima en el Banco Central más un sobreencaje, normalmente un 50 por ciento, que nos permitía minimizar, por un lado, el riesgo de precio, y por otro lado, el riesgo de liquidez. Hasta ahora las causas de quiebra de un banco no han sido por eso, han sido por otras razones, pero no porque nosotros nos manejábamos con este riesgo.

Sin embargo, con esta nueva reforma hay que calzar los plazos, lo que indica que la banca y las asociaciones de ahorros y préstamos, si quieren financiar a largo plazo, van a tener que captar recursos de largo plazo mediante la colocación de títulos en el mercado de valores. Para ir creando este mercado tanto el sector privado como las AFP, los conglomerados financieros y las autoridades, juegan un papel muy importante.

A mí me tocó vivir la época de la banca hipotecaria: cuando comenzamos con los préstamos hipotecarios no había a quien otorgarle préstamos, no habían promotores, no sabían armar un proyecto y tuvimos justamente nosotros que crear esa clase empresarial para que se generaran los proyectos y poder hacer los préstamos. Lo mismo tenemos que hacer hoy con el mercado de valores. Hay un instrumento que no se ha aprobado para que nosotros invirtamos en ellos, son los certificados del Banco Central, donde se ha solicitado que invirtamos hasta un 20 por ciento de los fondos en ese instrumento, que en adición sería discrecional, no sería obligatorio, sería un instrumento con el cual se puede empezar la diversificación.

El segundo instrumento en el que nosotros hemos pensado es el hipotecario. A solicitud del propio Presidente de la República, Leonel Fernández, la ADAFP le hizo una presentación sobre cómo dinamizar el sector vivienda utilizando los recursos de los fondos de pensiones. En esta presentación sosteníamos, entre otros puntos, que el hipotecario es un mercado interesante para nosotros porque puede hacer tangible la reforma. Es decir, aunque estamos claros que el objetivo fundamental de los fondos de pensiones es garantizar una pensión digna a los trabajadores, mientras tanto podemos ir haciendo tangible la reforma ayudando a generar préstamos hipotecarios, a generar viviendas, que la experiencia en el país ha demostrado que es un mercado seguro, con muy buen volumen y con una rentabilidad adecuada.

Evidentemente, otro mercado es el de las letras y los bonos corporativos, pero quiero darles un dato con relación al nuevo reglamento de evaluación de activos que tenemos. En una muestra de las 250 empresas principales del país que se clasificaron, solamente el 12 por ciento está clasificado, de manera que si la clasificación de las empresas va a ser de ese modo, el mercado será muy pequeño y tardará mucho tiempo en desarrollarse. Les estoy dando estos datos y quizás el mérito de mi exposición es aterrizar la posición local, y dar la pincelada localmente de lo que estamos viviendo para que se vean cuáles son justamente los obstáculos que tenemos en la creación de esos instrumentos. De ahí que los bonos del Banco Central y el mercado hipotecario son los instrumentos prioritarios aunque tengan una serie de obstáculos que debemos vencer para poder implementarlos. Lo tercero sería permitir la inversión en instrumentos en el exterior.

Para crear estos mercados necesitamos hacer cosas elementales. Necesitamos contar con un índice confiable de tasa de interés, si el ajuste lo vamos a hacer vía las tasas de interés en los títulos hipotecarios o en los bonos. Hay empresas multinacionales que nos han solicitado bonos a 5 años, pero nadie los va a comprar a una tasa fija, tiene que ser a tasa variable por la alta volatilidad. Por eso tenemos que contar con un índice de mercado donde se pueda reajustar automáticamente y tiene que ser emitido por una institución que tenga fe pública, preferiblemente como el Banco Central. Entonces un elemento tan sencillo como ese, que puede contribuir a generar instrumentos de largo plazo, no está disponible. Tenemos que estandarizar los préstamos hipotecarios, tenemos, quizás, que crear una titularizadora única, es decir, hay una

serie de obstáculos que debemos vencer, una serie de trabajos que tenemos que hacer para poder ir creando este mercado de valores.

Finalmente, hay un tema que le comentaba a Guillermo Larraín, que considero como un obstáculo fuerte, y es el tema de la rentabilidad mínima. Estamos dispuestos y tenemos que correr un riesgo, pero el límite que se fijó aquí, de un uno por ciento de variación, es muy pequeño para la alta volatilidad del mercado dominicano. Se cometió quizás el desliz de comenzar con una tasa muy estrecha y después ir la abriendo; debió de ser al revés, quizás con una más alta. Fijarla por ley y dar un plazo nada más de un año para calcularla fue un error, pues crea obstáculos muy serios, porque si las distintas empresas no tienen el efecto manada para concertar cómo invertir, la que se salga de la manada puede pagar un precio muy fuerte, es un tema que amerita una atención que se vea a nivel más regional porque atenta contra la forma de inversión.

También cuando hablamos de diversificar riesgos estamos viendo volatilidades, riesgos de concentración, riesgos de portafolio, pero no es lo mismo tener un portafolio muy diversificado que sea AAA a uno que sea CCC, hay un riesgo crediticio que cumplir. ¿Qué tratamiento le doy al retorno y cómo mido a dos AFP, una que tenga un portafolio diversificado CCC y otra que sea AAA? Porque obviamente el nivel de riesgo es diferente pero los retornos también serán diferentes. Hablando justamente, quizás podría ser algo similar a los bancos: asumir el riesgo; tanto el riesgo de mercado que se tiene por inversión como el riesgo crediticio creo que se tienen que provisionar, y es una provisión que se puede revertir cuando baje ese nivel de riesgo y no necesariamente una penalidad, son temas que dejo en la mesa para su discusión.

Muchas gracias.



I.D. Comentario a la exposición del Señor Klaus Schmidt-Hebbel

David Madero

Coordinador General de Estudios Económicos CONSAR, México

Panelista Bloque I

Buenas tardes. Para empezar, quisiera felicitar a la SIPEN de República Dominicana y, por supuesto, a la AIOS por organizar este seminario. Para mí es un honor compartir un poco de la experiencia mexicana que ha contribuido al desarrollo de los mercados financieros, el cual es necesario para que los sistemas de capitalización individual funcionen de manera adecuada.

En México hemos tenido una experiencia favorable en términos de diversificación de las inversiones en los últimos 5 años, la cual quisiera compartir. Me gustaría comenzar diciendo que el objetivo del regulador en materia de régimen de inversiones es que se maximice el rendimiento a cada nivel de riesgo, sin exceder el límite de riesgo permitido. Esta era una de las ideas principales de la presentación del Sr. Schmidt-Hebbel. De lo que estamos hablando, en términos prácticos, es de empujar la frontera eficiente hacia arriba en términos de rendimiento para cada nivel de riesgo.

Nuestra experiencia en México nos indica que para alcanzar este objetivo la regulación debe basarse en líneas conceptuales claras para permitir una adecuada diversificación. Así, pensamos que hay algunos tipos de límites que son recomendables y algunos otros que no lo son a la hora de fijar un régimen de inversión. Creemos que es aconsejable tener distintas clases de activos y calidad crediticia mínima. Igualmente, se recomienda regular por monedas, regular por tipo de operaciones, tener un límite de riesgo de mercado máximo y controlar el riesgo de concentración.

Con base en la experiencia mexicana consideramos que debemos alejarnos de tener regulaciones por tipo de emisor (gubernamentales o no gubernamentales) y cajones de asignación mínimos, los cuales además abren la tentación para otros fines. Como decían en una de las presentaciones anteriores, se deben evitar los límites por instrumentos al interior de una clase de activos (diferenciar entre bonos bancarios, pagarés) y los parámetros ineficientes, como serían los mínimos de inversión por instrumento o sector económico.



El régimen de inversión mexicano que había cuando inició el sistema era muy restrictivo. Así, se permitía alcanzar una frontera de rendimiento dado un nivel de riesgo que no era lo suficientemente elevada para el ahorro previsional. En los últimos 5 años se ha modernizado el régimen de inversión y se ha permitido una mayor diversificación. Para ello, se han seguido las líneas de acción siguientes: (i) eliminar restricciones por tipo de emisor; (ii) regular el riesgo de concentración en función de la calidad crediticia; (iii) ampliar las oportunidades de inversión por clase de activos y moneda; (iv) controlar el riesgo de mercado; y, (v) permitir el uso de derivados para administrar la cartera de manera más flexible.

Antes de 2001 el régimen de inversión en México contemplaba varios límites que hoy en día pensamos que son ineficientes. Había un mínimo de 65 por ciento en instrumentos cuyo plazo por vencer o revisión en tasa tenía que ser menor a 183 días. Además, teníamos un límite de 51 por ciento mínimo en instrumentos indexados o con protección inflacionaria. Estos últimos instrumentos son similares a los que usan las Unidades de Fomento chilenas, es decir, son indexados o se ajustan por inflación. Adicionalmente, teníamos límites de calificación AAA y AA, de 35 por ciento en total para los corporativos, límites por emisión de 10 por ciento para un solo emisor, límites a entidades financieras de 10 por ciento y límites de 20 por ciento del total emitido para cada instrumento privado.

En el año 2001 hicimos el primer cambio. Específicamente, en diciembre de ese año fijamos un Plazo Promedio Ponderado, PPP, para la cartera de las Administradoras de Fondos para el Retiro, AFORES, y comenzamos a acotar el riesgo de mercado. Logramos desplazar un poco hacia arriba la curva de rendimiento debido a que eliminamos límites por emisor, en particular para el sector privado. En aquella ocasión quedó claro que todavía había mucho trabajo por hacer.

En noviembre de 2002, casi un año después de la introducción del Plazo Promedio Ponderado de menos de 900 días, éste fue sustituido por un límite de valor en riesgo (VaR), de 0.6 del activo total. Al mismo tiempo se permitió la inversión en derivados. Con ese tipo de regulación era indispensable limitar el riesgo de potenciales pérdidas a través del VaR. Al admitir el uso de derivados se brindó la posibilidad de una mayor flexibilidad en el manejo de las carteras de inversión.

El uso del régimen de inversión por parte de las sociedades de inversión de ahorro para el retiro puede ser gradual. En México hemos asimilado que los operadores de las sociedades de inversiones aprenden gradualmente a vivir con un régimen de inversión más liberalizado, con bonos de mucho mayor plazo y con derivados.

La inclusión de los derivados contribuyó a desplazar la frontera eficiente de las sociedades de inversión. La ampliación del régimen de inversión se tradujo en un aumento de rendimiento de hasta 80 puntos básicos para un nivel de riesgo dado. Es decir, la frontera eficiente que podría alcanzar alguna de las sociedades de inversión para el retiro en México era más elevada (ver Gráfica 1.10).

Otro movimiento importante fue en agosto de 2003, donde lo que se hizo fue quitar el límite del 10 por ciento de las instituciones financieras. Esto permitió un mayor uso de los derivados, a través de derivados OTC⁴ con otros intermediarios financieros. Así, se volvió a generar un desplazamiento favorable de la frontera eficiente.

La frontera eficiente se fue desplazando hacia arriba gracias a las modificaciones al régimen de inversión que se hicieron durante el periodo 2001-2003. Sin embargo, el cambio más importante en términos de régimen de inversión ocurrió en 2005. En este año se permitió que las sociedades de inversión de ahorro para el retiro invirtieran en Valores Extranjeros y en Renta Variable.

Con estos cambios se empezó a internacionalizar el régimen de inversiones del ahorro previsional en México. La exposición a índices de renta variable pasó de ser 0 por ciento a 15 por ciento del activo neto. Ahora las sociedades de inversión, en particular las que se aplican a trabajadores con menos antigüedad y donde está el 90 por ciento de los activos del sistema, ya pueden invertir 15 por ciento en índices accionarios tanto dentro como fuera de México. También se permitió la inversión en valores extranjeros con calificaciones de riesgo de A-, B-, BB- y BB+, (5, 3 y 1 por ciento, respectivamente). Las calificaciones de riesgo internacionales permitidas son equivalentes a los límites que se tenían para los valores mexicanos tomando en cuenta el riesgo país que hay. Adicionalmente, se permitió la inversión en monedas extranjeras, es decir, la SIEFORE ya puede empezar a hacer una cobertura

⁴ Over the counter.



cambiaría de hasta 30 por ciento, lo cual incluye poder invertir en índices accionarios en Estados Unidos. Por último, tenemos la protección inflacionaria donde tenemos que se eliminó el mínimo de 51 por ciento en instrumentos indexados o con protección inflacionaria.

La combinación de todos los efectos mencionados produjo un incremento en el rendimiento superior a 100 puntos básicos, para determinados niveles de rendimiento. En particular, para niveles del VaR de alrededor de 0.6 el incremento del rendimiento que puede dar el ahorro para el retiro es de 1 punto porcentual.

Sin embargo, todavía tenemos retos. En particular se debe mencionar que es necesario lograr que algunas sociedades de inversión aprovechen el nuevo régimen de inversión. Como presentaba el Sr. Schmidt-Hebbel, si uno grafica los rendimientos y los VaR de cada una de las SIEFORES en México lo que vemos es que éstas están por debajo de la frontera eficiente. Lograr que aumenten los rendimientos, aprovechando el régimen de inversión, es algo en lo que hay que trabajar en todos los países.

En México pensamos que el desplazamiento de la frontera eficiente de alrededor de 100 puntos base permitirá que el saldo del ahorro de los trabajadores para el retiro aumente entre un cuarto y un tercio, dependiendo de si cotizan en el sistema 25 ó 30 años. El incremento esperado en los saldos de las pensiones que van a tener los trabajadores es el objetivo fundamental de estar regulando el sistema.

Muchas Gracias.





El Sr. Hugo Samander expone sus comentarios a la presentación del tema Diversificación de las Inversiones.



Arriba: El Dr. Guillermo Larraín expone el tema Fase de Desacumulación: Elementos para el Análisis basado en el caso de Chile. Abajo: Vista parcial de los asistentes al evento.







Bloque II

Eficiencia en los Sistemas de Pensiones



II.A. Eficiencia de los Sistemas Previsionales en Términos de Organización de la Industria¹

*Exposición del Sr. Salvador Alonso
Director de PROCESAR, México*

Buenos días a todos, es un placer estar nuevamente en un foro organizado por la AIOS, sobre la revisión y el aprendizaje de experiencias que se han venido recopilando en nuestra región acerca de los sistemas de capitalización individual. Por ello, no podría empezar mi participación sin antes ofrecer un sincero agradecimiento a la AIOS, en la persona de su Presidente Sr. Guillermo Larraín, por la invitación que me formulara, y en especial a la Licda. Persia Alvarez, Superintendente de Pensiones de la República Dominicana.

En principio, quisiera decirles que el tema que me han pedido abordar es un tema menos *sexy* que el de las inversiones, es un tema de plomería pura en el sistema previsional, así que será una charla del fontanero de la Seguridad Social Mexicana, para hablar de los procesos operativos que rigen a los sistemas previsionales de capitalización individual en la región. Para atender esta tarea, en la que vamos a hablar de eficiencia en los sistemas de pensiones, agradezco mucho a los profesores que le hayan dado la palabra eficiencia y no plomería, porque me dejan tener algo atractivo detrás de la presentación y hablaremos así de estos modelos operativos y de sus efectos en la organización industrial, para compartir la experiencia mexicana.

Los elementos que abordaremos en nuestra presentación tendrán cuatro componentes, uno en el que nos referiremos principalmente a aspectos conceptuales genéricos que nos van a llevar a las reflexiones que hagamos sobre esta materia; un segundo componente es que estaremos refiriéndonos a alguna experiencia recogida en la región a partir de los indicadores genéricos fundamentales de *performance*; y, posteriormente, entraremos a revisar la experiencia mexicana, para concluir por último con un nuevo modelo operativo que se estará desarrollando en México, muy previsiblemente en el mediano plazo.

¹ Las gráficas y cuadros a los que se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.

Así que empezaremos por comentar en general la importancia de estos elementos del modelo operativo dentro de los sistemas previsionales, con un gráfico que ustedes conocen muy bien, es un ciclo de vida de un producto previsional. En este ciclo de vida del producto previsional, como nos comentaba Don Guillermo Larraín en su participación al inicio de esta jornada, podemos ver que existen dos tramos significativos en el tiempo, uno, en el que se acumulan los recursos de las cuentas individuales del producto previsional al que llamamos período de acumulación, y un segundo tramo, en el que a partir de esta acumulación se sirven los beneficios al trabajador y se enfrenta una segunda etapa conocida como desacumulación. En esta etapa, por supuesto, la valorización futura de los fondos va comportándose crecientemente en la medida en que las aportaciones netas de comisiones de flujos se acumulan, y también en la medida en que los rendimientos netos de comisiones de saldo se van generando. Hablo de este componente, comisiones de saldo, porque existen algunos países donde este componente "comisión" es una curiosidad y se cobran, como en el caso de mi país (ver Gráfica 2.1).

Posteriormente, se acumula una tasa de rentabilidad que nos da el nivel objetivo de acumulación. En este trayecto de acumulación los Estados tienen incentivos verdaderamente abiertos a que se cumpla la trayectoria de la línea azul, donde se acumulan activos suficientes para servir a los pasivos del plan. Si el producto queda por debajo, como marca la línea naranja del nivel objetivo, hay una pérdida para el patrocinador, esto se convierte en costos fiscales en nuestros países; y si hay una ganancia, como marca la línea verde, los Estados, en países reformados como los nuestros, deciden ceder esa ganancia al usuario del plan, que es el trabajador (ver Gráfica 2.1).

Con lo anterior, podemos entonces entender que existe, detrás de los Estados, un amplio interés para que la rentabilidad neta observada sobrepase a la rentabilidad esperada del plan, y de esta forma generar un mejor comportamiento fiscal y mayores beneficios para los trabajadores afiliados, sin embargo, en el tramo de acumulación, el efecto de las comisiones juega un papel fundamental, y en este sentido déjenme ubicar la orientación y la tónica de mi charla.

Si bien es cierto que estas comisiones explican los ingresos de las administradoras, y generan volúmenes necesarios para que existan



incentivos de administradores privados para invertir, también es cierto que los gastos que se generan, financiados por estas comisiones, tienen estructuras muy asociadas, tanto al modelo competitivo como al modelo operativo elegido dentro de nuestros sistemas. Los ingresos que se generan por comisiones se ocupan para financiar, para patrocinar gastos operativos, gastos comerciales, administrativos y las propias utilidades de las administradoras. El primer componente, los gastos operativos, es un nodo que se refiere fundamentalmente a la estructura sobre la que se construyen los modelos operativos de nuestro sistema, en tanto que los siguientes componentes de gastos y las utilidades son resultado del modelo competitivo.

Para que entendamos estos argumentos fundamentales de plomería a los que hacía mención, en el tramo de acumulación, las administradoras y los sistemas tienen que construir servicios, procesos alineados a necesidades primitivas de los trabajadores dentro del sistema. Estos son servicios que permitan al trabajador ser registrado garantizando la unicidad de su cuenta, la recaudación de las cuotas de aportaciones que van a ser canalizadas a su cuenta individual, ya sea que su origen sea obrero, patronal o del propio Estado; la inversión misma en los recursos, sobre la cual no abundaré más, ya que ha sido bastante atendida por los expositores que me precedieron; el proceso de traspaso dentro del tramo de acumulación que le permite al trabajador elegir dentro de diferentes administradoras y que debieran ser el verdadero dinamizador del esquema competitivo; y, por último, al inicio del proceso de desacumulación de retiros. En estos servicios, en la etapa de acumulación, las AFP, y, en la de desacumulación, las AFP o incluso las aseguradoras, construyen costos operativos que están explicados por la forma en que se organizó el modelo operativo.

Revisar como hemos resuelto estos desafíos en nuestra región plantea condiciones de análisis relativamente complejas. Existe muy poco escrito a nivel operativo que pudiera ser un nivel de contraste relativamente estandarizado para elevar conclusiones del todo robustas sobre cómo se ha hecho a nivel de mejores prácticas operativas. Sin embargo, me permito, a partir de la revisión empírica, encontrar tres grandes tipos de modelos para clasificar las experiencias nacionales, y cito algunos países como ejemplo de ello. El primer modelo, que es el modelo funcional de los sistemas de capitalización individual, es el modelo de operación independiente, es un modelo donde las AFP coordinan el



funcionamiento de estos cuatro macro servicios que otorgan al afiliado dentro de la seguridad social, casos como el de Chile, Perú y Bolivia, ejemplifican estos modelos operativos independientes.

Existen también, a partir de la experiencia argentina, modelos que se sustentan en un modelo de recaudación central, aunque el resto de los procesos siguen teniendo una amplia interacción directa entre las AFP; el recaudo y la fiscalización de los aportes tienen centrada esta responsabilidad de una figura central. Y, por último, dos modalidades que se derivan de esta experiencia argentina, que son las que se viven en este país, por supuesto, en la República Dominicana y en México, donde el control de estos cuatro macro procesos se realiza a partir de la creación de un controlador transaccional central (ver Cuadro 2.2).

El cumplimiento de las obligaciones se da por la interacción directa de las AFP en representación de los intereses del trabajador, y el intercambio de recursos e información entre las AFP se establece a partir de las condiciones normativas establecidas por la autoridad, pero sobre todo a partir del establecimiento de acuerdos de niveles de servicios entre los administradores, esto es muy importante para entender las particularidades de este modelo operativo. La unicidad de la cuenta, en mucho sentido, es el resultado de estos acuerdos que son conducidos y manejados por los propios administradores en el marco de la normativa que existe y que es establecida por las autoridades.

El modelo de recaudación central es una variante en la que todos los esfuerzos de facturación y recaudación están descansados en esta entidad independiente. El resto de los procesos, sin embargo, es coordinado por las AFP, y en varios sentidos la unicidad de la cuenta es una responsabilidad de los propios administradores.

Por último, la evolución de los modelos operativos, como se comentaba en presentaciones previas, ha sido recogida por estos países; la verdad es que, como veremos más adelante en República Dominicana, se han alcanzado méritos que no han sido quizás lo suficientemente ponderados. Lo que yo analizo, que es la parte operativa de los modelos, está espléndidamente resuelto por Dominicana. Lo que sustenta estos modelos operativos es que existe un controlador central de las transacciones a lo largo de todo el proceso, esto permite mejorar, como veremos más adelante, no sólo los tiempos de ejecución, sino también la seguridad en la ocurrencia de ejecución de estos derechos previsionales de los trabajadores.

Algunas evidencias que nos ofrecen estos modelos tienen que ver con los tiempos de ejecución que toman los procesos macro. Los procesos operativos son terriblemente vivos, tanto desde el punto de vista normativo como en la ejecución que tienen dentro de nuestros sistemas previsionales; pero sí nos permiten apreciar en cierto orden de dimensión que en aquellos países que se apoyan en algunos de esos procesos, al menos con un controlador central, los tiempos de ejecución son significativamente más cortos que en aquellos donde no existe un prestador de servicios de esta naturaleza.

Hoy, como les comentaba, los tiempos más cortos de ejecución de los países que rápidamente refería en mi análisis, se encuentran justamente en la República Dominicana, con plazos de ejecución significativamente más reducidos; esto se debe al esfuerzo regulatorio y normativo que realizan las autoridades para administrar estos modelos operativos. Les diría que, sin embargo, los países que tienen controladores centrales son proclives a desarrollar más instrumentos normativos, y a crear más regulación alrededor de los esfuerzos y las tareas que realizan los controladores centrales.

Podríamos ver en principio, por ejemplo, el caso que se presenta en México, donde, de 1,369 reglas que existen para normar el sistema previsional, aproximadamente 1,001 están orientadas a justamente el modelo operativo, es decir, orientadas a regular las transacciones de los sistemas de intercambio de información entre el controlador central y las Asociaciones de Fondos para el Retiro, AFORE.

Algunas particularidades que hay que aprender de este último modelo y del controlador central, podemos derivarlas de lo que sucede en México y aquí me permitiría abordar en este tramo de mi presentación aludiendo a la institución que tengo el privilegio de presidir, que es PROCESAR, y el rol que juega dentro del sistema de pensiones de México.

La PROCESAR, en México, es el contralor central de todo el modelo operativo, es justamente este nodo que veíamos en el modelo conceptual por donde transitan todas las transacciones y todos los registros asociados a los trabajadores con derechos en los sistemas previsionales. Esta es una empresa de capital privado, que es integrada con los aportes de cada una de las AFORE y bancos que participan en el proceso de



recaudo de las cuotas de la seguridad social, y cada uno de ellos participa en igualdad de circunstancias con una acción, exactamente lo mismo y es una empresa que no está orientada a generar utilidades, y por lo tanto su función y responsabilidad principal es la de dotar al sistema de economías de escala para abaratar su funcionamiento.

Esta responsabilidad que tiene PROCESAR también nos permite coordinar el quehacer de las instituciones de seguridad social que, por cierto, son quienes acreditan y certifican los derechos de los trabajadores a lo largo del proceso de acumulación y desacumulación del sistema previsional en México. Sin embargo, la interacción de ellos hacia las AFORE se da en mi país, se da a partir de los nodos de comunicación que establecen desde PROCESAR hacia cada uno de ellos.

Este modelo ha sido fuertemente modificado en los últimos dos años, donde la autoridad de México ha desarrollado diversas iniciativas para modernizar el sistema de pensiones mexicano; citaré algunas de estas iniciativas. Ya anteriormente han sido mencionadas algunas y posteriormente Juan Carlos Zepeda abundará sobre ellas, sólo quisiera hablar de cuatro iniciativas principales que rigen hoy sobre el sistema previsional mexicano. En principio, por iniciativa de la autoridad, se ha creado una mayor competencia, esto a través de la aparición de nuevas administradoras en el sistema y a la dispersión que existe entre las administradoras que cobran más y menos dentro del sistema. La consecuencia será una disminución de costos al afiliado, la cual ya se ha evidenciado en estos últimos dos años pues se ha logrado disminuir el costo por comisiones en un 36.9 por ciento. Se han liberalizado los tres pasos simplificando su ejecución, pero al mismo tiempo, con un fenómeno interesante que ha impedido que el número de promotores de las AFP suba. Sólo dos de ellas han incrementado el número de promotores en el sistema y el volumen de traspaso ha pasado de menos de cien mil a más de un millón en el ejercicio anterior.

Se han procurado mecanismos para privilegiar la oferta de pensiones competitivas al trabajador, hoy se asignan las cuentas de trabajadores que durante un bimestre se integraron al mercado laboral y no eligieron administradora. Aquellas administradoras que tienen un precio más bajo dentro del sistema previsional mexicano han creado condiciones de una permanente búsqueda de bajos precios competitivos dentro del sistema. Y por otro lado, ha sido complementado con un muy fuerte



esfuerzo de comunicación al trabajador, no sólo en medios masivos, la verdad es que se han creado soluciones permanentes y habituales para el trabajador; se introdujo un *call center*, que no tiene costo para el trabajador en la PROCESAR y permite que el trabajador consulte cualquiera de las inquietudes sobre el sistema, y al mismo tiempo la autoridad ha establecido récords históricos de pláticas de orientación para cada uno de los afiliados al sistema. Todas estas medidas, insisto, crean una mayor competencia.

También hay medidas tendentes a ampliar el mercado; si tenemos más participantes la cobertura del mercado tiene que ampliarse para que su ejecución y desempeño se dé en condiciones competitivas, pero también con posibilidades de ampliación y crecimiento. Para ello, en México se ha ampliado la posibilidad de ofrecer servicios previsionales para trabajadores independientes; se trabaja con los trabajadores del Estado, no sólo a través de la vertiente potencial de una eventual reforma en el futuro de su sistema previsional, sino que además hoy se le permite a las administradoras, en el seguro complementario que existe en México, que estos recursos puedan ser atendidos por las AFORE. Además se han incorporado planes patronales con la posibilidad de que sean administrados por las administradoras en un enfoque muy cuidadoso en términos de regulación, y es un modelo que tiene un tramo por desarrollar hacia adelante y que permitirá incrementar el valor que agregan las AFORE dentro del sistema previsional mexicano.

En la parte de modernización de los fondos se ha buscado ampliar el modelo a multifondos, incorporando nuevos instrumentos en las carteras y desarrollando prácticas de gestión basadas más en reglas, como las del hombre prudente, que en límites discrecionales.

En la parte operativa se ha hecho un esfuerzo muy importante hacia la modernización. Se han centrado en procesar base de datos previsionales, hoy no sólo llevamos aquella que corresponde a las AFP, sino que además nos han cedido, a PROCESAR, la base de datos del sistema complementario de retiro de los trabajadores al servicio del Estado y aquellos componentes de vivienda de los trabajadores privados.

En materia de proceso se han reducido significativamente los tiempos de ejecución. Yo citaré como ejemplo dos: el caso del retiro, que es un proceso muy complejo. Podemos tardarnos hasta 120 días en pagar y



ejecutar un retiro de un trabajador y hoy el servicio se otorga en dos días, validados con las resoluciones de derecho de pensiones que ofrecen las instituciones.

También en traspasos se han estandarizado las prácticas y reducido significativamente sus plazos, se han incorporado modalidades operativas en línea. Hoy no solamente se recaudan las aportaciones de los trabajadores al servicio del Estado a través de pago referenciado vía web, sino que, además, se están desarrollando iniciativas para que los procesos de traspaso entre administradoras y de traspaso de recursos de fondos se hagan con servicios en línea que se ofrecerían desde la propia PROCESAR.

Y por primera vez la PROCESAR está empezando a administrar saldos de cuentas individuales; por lo pronto sólo en el capítulo de vivienda. Estos son saldos que se actualizan a diario y que son puestos a disposición de los participantes del sistema.

De estas inclinaciones estratégicas, en la PROCESAR hemos tenido que asumir importantes responsabilidades. Ya no administramos solamente una base de datos de 32 millones, sino que administramos tres para 90 millones de mexicanos con una cuenta individual. Hoy ya no sólo tenemos el sistema de recaudo que se utiliza en México bajo los mecanismos tradicionales de medios magnéticos independientes para el Instituto Mexicano del Seguro Social, IMSS, sino que también se tiene el sistema, al que ya he hecho mención, de recaudación en línea para los trabajadores al servicio del Estado.

Ha habido reingenierías como la de traspasos, que han incorporado, por ejemplo, un sistema de validación de firmas, que permite contrastar la validez de las firmas por un traspaso con un nivel de desempeño de 0.27 por ciento. Segundo, por validación para prácticamente 200 mil firmas que se presentan mensualmente en PROCESAR.

Por supuesto, hoy con el desarrollo tecnológico hemos podido establecer data más tecnológica que nos ayuda a mantener niveles de intercambio de información con los institutos en línea, y esto es lo que nos ha ayudado a mejorar lo realizado en materia de pago de beneficios y por supuesto había un enorme trabajo de reconversión de software en la empresa operadora. Más de 11 mil programas que se hacían para procesamiento



han sido reconvertidos en lenguaje *java*, compactándola a sólo 1,037, de esta manera, junto con un sistema transaccional de marcas que administra más de 8 millones diarios, podemos estar dispuestos a ofrecer servicios y operación en línea.

¿Qué ha pasado en realidad con estas importantes modificaciones operativas inducidas por la autoridad con PROCESAR y con las administradoras? Yo les diría que el número de transacciones ha crecido en los últimos dos años en un 16.67 por ciento; que las cuentas individuales han crecido más de 10.2 por ciento y que el costo global anual de la empresa operadora ha crecido 4.26 por ciento. El importante crecimiento en las responsabilidades operativas ha permitido que los costos significativos de las empresas disminuyan un 10.64 por ciento a nivel de transacción, y un 5.39 por ciento a nivel de cuentas individuales, o sea, la empresa ha podido asumir importantes retos de inversión, de volúmenes transaccionales con menores costos medios. Esto podría ser, en principio, una evidencia de la existencia de economías de escala.

La razón por la que existe esta empresa, y esto se puede sustentar aún mejor cuando revisamos la estructura y los costos fijos de la misma comparados con los costos variables que generan el otorgamiento de los servicios de PROCESAR. Aquí veremos que en realidad se ha mantenido estable pese a los importantes esfuerzos de inversión en proporciones superiores al 76 por ciento el componente de gastos fijos a variables, esto significa que se puede producir más repartiendo ese costo fijo en un mayor volumen de servicios prestados, y, por lo tanto, los costos medios vendrían a comportarse como veíamos hace un momento, a la baja.

Esto no se explica sólo por una composición general de un proceso dentro de PROCESAR, el mismo análisis podemos realizarlo por cada uno de los cuatro procesos fundamentales del sistema previsional, y veremos que en los cuatro casos se siguen manifestando razones muy importantes de economía de escala, pese a que las inversiones de los últimos años han bajado el componente fijo por el gasto variable sobre todo en fabricación de software, pero todos los componentes tienen la orientación hacia la generación de economías de escala.

En la industria, por su parte, las AFORE en México llaman la atención que la existencia de un modelo centralizado combine con un alto peso



de los gastos operativos dentro del gasto total de las AFORE mexicanas. Aquí llama la atención que en el 2004 el 58 por ciento del gasto total de una AFORE se canalizó a gastos operativos, pese a la ampliación competitiva, sólo el 7.4 por ciento de los gastos tienen que ver con la comercialización.

Si revisáramos este esfuerzo veríamos que el comportamiento por *clusters* del tamaño es básicamente igual, y que las AFORE que tienen más tiempo en el sistema y ocupan una mayor proporción de afiliación, tienen por supuesto una responsabilidad de cargar de manera más importante con los gastos operativos del sistema. Y a nivel de costos medios, les diría que sí hay evidencia de que se enfrentan condiciones de economía de escala en la medida que vamos aumentando el tamaño de la responsabilidad operativa dentro del sistema.

En general, lo que podríamos tener como hallazgo de los procesos de operación basados en un compensador centralizador es que tienden a generar un alto costo operativo dentro de los gastos de la industria, en especial ello se vuelve cierto para administradoras grandes que tienen mayores responsabilidades operativas por el tipo de servicio y puntos de atención al cliente que ofrecen dentro de la Seguridad Social, y este efecto es similar, incluso en costos medios y en la medida que en la industria se presentan evidencias de deseconomías de escala dentro del controlador central, por el contrario aparecen evidencias sustentables de economías de escala.

Podemos decir que de estos modelos de transacciones centrales hemos aprendido algunas cosas. La primera de ellas es que generan un alto esfuerzo regulatorio para las autoridades y que ese esfuerzo a la larga se convierte en costos operativos para la industria; también, que generan una alta participación de estos costos a medida que el tiempo avanza y el volumen crece y, que en la medida que el tiempo y el tamaño van siendo evidencia de las administradoras en el sistema sus costos operativos medios son mayores.

Esta estructura de costos operativos, sin duda, puede convertirse en una barrera de entrada al sistema y en el tiempo también, en un límite estructural para la disminución de comisiones al afiliado. No olvidemos también que una alta existencia de piezas normativas tienden a generar preocupación a nivel de riesgos operativos y legales, sobre todo para

capítulos no asociados en la gestión propia de los fondos, sino en la tarea de cumplirlos.

En México hemos entendido esta condición como la antesala de la visualización de un modelo inconcluso, nosotros creemos que PROCESAR y el compensador, el controlador central de transacción, se quedaron en una etapa intermedia, donde todavía podrían ofrecernos mayores ventajas de una economía de escala y ayudar a las administradoras a canalizar y reducir más sus costos operativos. Por ello, hoy imaginamos un probable cuarto modelo basado en un compensador central que permita dotar al sistema previsional de un generador abierto de economías de escala, que permita controlar los servicios otorgados desde el sistema hacia los afiliados en mejores condiciones de oportunidad. También puede significar una mayor atención del consumidor a los precios relativos del sistema; si un traspaso toma 4 meses no sería extraño que no se le pusiera atención a la rentabilidad necesariamente o a las comisiones, porque cuando se cierra la ejecución del traspaso la administradora cambia incluso sus comisiones. En la medida que los tiempos de los procesos tienden a ser más ciertos y cortos, también por otro lado nos ayudan a poner el foco de los afiliados hacia las variables críticas y competitivas del sistema.

Entonces, este modelo basado en un compensador central implicaría, para el caso mexicano, montar esta empresa como el gran custodio general de los saldos de las cuentas de capitalización individual, y no entendamos mal esta responsabilidad de custodio de los saldos y los movimientos históricos y diarios de las cuentas individuales. Esto no significa hacer tareas de inversión o propias de evaluación de activos, o de medición de riesgos de los fondos, sino sólo aquellas asociadas al *booking* de la información del trabajador que nos permitiría incluso poner a disposición de los afiliados, en condiciones más eficientes de oportunidad de tiempo y recursos, la información que un trabajador necesita para tomar el control de su cuenta individual. Las administradoras, insisto, centrarían sus esfuerzos en tareas de inversión.

El modelo operativo básico será un modelo nuclear, donde las administradoras y la PROCESAR en el centro comparten esfuerzos tecnológicos y de información que ayudan a las administradoras, por un lado, a ser más competitivas en precios en la prestación de sus servicios, y por otro lado también nos dan mayor oportunidad.



¿Que buscaríamos con un modelo de este tipo en México? En principio, si se hace una tarea muy importante de regulación, y si estos modelos tendieran a generar una amplia presencia de piezas normativas de la autoridad, se garantizaría el intercambio de información entre las administradoras y el controlador central. Una siguiente escala, una elevación del modelo al siguiente nivel, nos ayudaría a desregular las mil y una piezas normativas de reglas que existen alrededor de estas modalidades operativas.

También disminuir la estructura de costos, esto puede dar condiciones estructurales, al menos en México, para disminuir los costos finales a los trabajadores y los costos fiscales que se enfrentan con el patrocinio de estos sistemas.

Con esto también podríamos focalizar la competencia en temas de precios netos, esto es que combinen rendimiento y comisiones y bajar barreras de entradas que permitan también orientar de mejor manera la competitividad del sistema. Mejorar la administración de riesgos operativos y crear condiciones que simplifiquen requerimientos de información del regulado hacia la industria, y por lo tanto hacer más oportunos y baratos sus actos. Ha sido un tour muy rápido por la plomería del sistema de pensiones, les agradezco su atención, e insistiría para terminar señalando que siempre es un gusto estar presente en eventos organizados por la AIOS, ser partícipe de estos esfuerzos globales que realiza la organización, pero especialmente el estar presente en esta tierra tan cálida a la que aprecio mucho y le reconozco mucho el aprecio que me ha dedicado en mi vida profesional, es un doble honor para mí compartir con ustedes esta palestra esta tarde.

Muchísimas gracias.

II.B. Comentario a la exposición del Señor Salvador Alonso

Raúl Félix

Académico, Centro de Investigación y Docencia Económica, CIDE, México

Panelista Bloque II

Muchísimas gracias a la SIPEN por esta invitación. Mis puntos de contacto con la industria de pensiones son más que nada a través del enfoque macroeconómico del manejo de las inversiones, y para mí ha sido una sorpresa, una oportunidad de aprender un poco sobre la infraestructura básica que soporta toda esta industria. En los últimos días le he dado una lectura a esta presentación de Salvador y he tratado de entender de qué se trata. Este tema no se vincula con mi área de especialización, que es el manejo de las inversiones, sin embargo he resaltado varios temas que me parecen interesantes. En el mundo real, donde tenemos que tomar las decisiones, estamos sujetos a toda clase de distorsiones, como por ejemplo que los gobiernos no operan necesariamente optimizando una pensión de bienestar social y que los mercados privados están sujetos a innumerables ineficiencias. En esta situación hay que tomar una decisión práctica, y será muy difícil especificar que un sistema de pensiones es óptimo o que podamos describirlo desde el punto de vista de la teoría como el mejor; en todo caso es una cuestión empírica que debe ser demostrada en la práctica.

La función definitiva de un sistema de pensiones es obviamente garantizar, al menor costo fiscal, el mayor bienestar para los clientes de la industria. Por tanto, uno de los temas que llama la atención para una persona que lo ve desde otra perspectiva, es el asunto de la elasticidad-precio de los productos de la industria, y una de las características fundamentales de mi observación casual en México, y por lo que tengo entendido en general para toda industria en América Latina, es que la elasticidad precio de los productos de la industria es muy baja, si no es prácticamente cero.

Entonces, ¿cómo introducir disciplina de mercado? ¿Cómo introducir eficiencia a través de una organización de cuentas privadas y operadores privados, cuando no tenemos elasticidad precio de los productos? Ese creo que es un tema fundamental y que el regulador en México ha tratado de hacer una serie de políticas públicas orientadas a introducir más elasticidad-precio, por ejemplo facilitar los traspasos, publicar en la



prensa nacional comparativos de rendimiento de las diferentes sociedades de inversión que traten de aislar el componente de ruido que hay simplemente en los rendimientos día a día, para que las decisiones de los consumidores de la industria sean más orientadas.

Pero es un hecho que por más esfuerzos que se han hecho por el lado del regulador, vivimos en una industria con muy baja elasticidad-precio, y lo que sabemos muy bien de nuestros cursos esenciales de economía es que cuando la elasticidad precio es baja existe la posibilidad de rentas monopólicas, de distorsiones, de pérdidas importantes de eficiencia en la estructura industrial. En particular, sabemos que en estos casos la estructura de precios de la industria seguirá muy de cerca la estructura de costos, por tanto, la estructura de costos es un tema fundamental. Si la industria puede ser más barata o más cara en una industria que promete pagos en 30 ó 40 años es un tema de 20 ó 35 por ciento de la pensiones de reemplazo, es un tema realmente fundamental.

¿Cómo introducir competencia? ¿Cómo abaratar los precios de la industria a su costo marginal? Esto me llama mucho la atención, porque en lo referente a la parte donde tengo más experiencia, que se disertó en la primera presentación, estoy totalmente de acuerdo con la idea de que los fondos de pensiones en América Latina deben expandir sus fronteras, su alcance, su menú de productos de inversiones. En México encuentro un tema que se relaciona con lo de Salvador Alonso, mayores productos por ejemplo, mercados de derivados, opciones, notas estructuradas, esto aumenta los costos de forma muy importante. En México es claro que para algunas de las administradoras de fondos de pensiones, esto ha generado una ventaja competitiva porque pueden, por su tamaño, absorber los costos de implementar sistemas sofisticados de operación en el mercado de derivados, y para aquellas pequeñas que operan con una base de activos muy baja estos costos pueden ser muy altos y las puedan mantener fuera del mercado.

De esta manera tenemos entonces una distorsión muy importante, es decir que, si ampliamos las oportunidades de inversión, las administradoras estarían buscando cuál es el mejor lugar para hacer inversiones, a lo mejor en alguna ciudad Japonesa o en Korea, pero esto tiene costos. Obviamente el mercado hace cada vez más barato estas oportunidades, pero esto tiene costos de administración, y si la base de activos sobre la cual trabajan las administradoras de pensiones es muy



pequeña probablemente esto no se va a realizar en todas sus posibilidades. En ese sentido, la propuesta que hace Salvador Alonso me parece muy interesante, porque podría conllevar dos cosas muy importantes, una, reducir o maximizar, obtener ventaja de costos por economías de escala y de alcance, al mismo tiempo a través de una concertación de lo que sería en última instancia operaciones de *back office* en una empresa como PROCESAR, con lo cual se abaraten los costos fijos o de inicio de este tipo de operaciones, y reducir básicamente la competencia a la operación de atraer clientes y el manejo a las cuentas de inversión.

A lo mejor esta empresa común no tiene que ser forzada por el regulador, sino que surge como consecuencia misma del proceso, donde varias administradoras se unen para subcontratar estos servicios en otra empresa. De esta forma, se disminuyen los costos de inicio, los costos de operación, y los costos de alcance, lo que trae como consecuencia menores costos de administración en el sistema de pensiones.

Muchas gracias.



II.C. Comentario a la exposición del Señor Salvador Alonso

Eduardo Grullón

Presidente AFP Popular, República Dominicana

Panelista Bloque II

La eficiencia en República Dominicana se refleja en la duración en días y horas a través del sistema unificado que tenemos vía Unipago y Tesorería de la Seguridad Social; como somos eficientes y el tema de tiempo creo que lo tenemos bajo control, no veo mucho por donde trabajar en la eficiencia del sistema dominicano en ese sentido. Aquí vemos que México ha hecho una reducción en los gastos a los afiliados, que es muy adecuada, pero tenemos que tomar en cuenta que empezamos siendo el país más económico en el tema de pensiones a nivel Latinoamericano, desde un principio arrancamos con una comisión de un 0.5 por ciento. Esto tiene implicaciones para el sector privado, en cuanto a la recuperación de nuestra inversión, en vez de ser a 3 ó 4 años, que es lo tradicional, va a ser a 8 ó 10 años, a largo plazo, es decir, que para el inversionista no es una inversión a corto plazo.

En el tema del costo y la eficiencia quiero hacer énfasis acerca de Unipago, que es la empresa que nos cobra a las AFP por el procesamiento, básicamente lo mismo que hace PROCESAR en México. El sistema dominicano, como todos saben, incluye dos fases importantes que ya iniciaron, la parte de Salud que está próxima a iniciar, y queremos que sea lo antes posible, y si no a fin de este año, a principios del año que viene, ya que cuando el proceso salud inicie, el costo de las AFP debería bajar, lo cual va a aliviar un poco la carga financiera que tenemos como administradoras y quizás nos podamos enfocar un poco más en lo que realmente tenemos que estar enfocadas las administradoras que es en invertir la plata con un riesgo bajo de una manera eficiente, para que al final de cuenta los trabajadores tengan su pensión. Aquí México nos lleva un poco de ventaja, tomando en cuenta también que estamos hablando de 30 millones de afiliados y aquí son sólo 1.3 millones.

Algo que no concierne a la parte operativa, pero que merece mucho la atención es el tema regulatorio. Yo acabo de asistir a la Asamblea de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, en Cartagena de Indias, donde se hablaba del problema regulatorio, donde entendemos que existe exceso de regulación. En Chile hay 5



fondos diferentes donde las AFP pueden invertir y por cada fondo hay 92 regulaciones, aquí hay un solo fondo y hay 207 regulaciones, eso tenemos que mejorarlo, y eso se mejora de diferentes maneras. Pero ahí es donde tenemos que trabajar, no solamente con la Superintendencia de Pensiones, la Superintendencia de Valores, el Consejo Nacional de la Empresa Privada, y con todos los que integran el tema, porque tenemos que regular un poco para poder llegar a lo que necesitamos: ampliar la base de inversión, ese es un punto que tenemos que trabajar para mejorar la parte de eficiencia.

Los planes complementarios en República Dominicana existen, pero si las regulaciones que se están pensando hacer se llevan a cabalidad, de cobrar recaudos centralizados, cuando ahora mismo los contratos que existen no llevan a eso. Cuando hay que tener gastos de custodia o de garantía, realmente los planes complementarios van a desaparecer en República Dominicana, y eso es algo que la industria dominicana tiene que proteger. Es un mercado pequeño, pero que pudiera crecer, no tanto como los planes obligatorios, pero sí pudiera crear unos planes de ahorros internos adicionales bajo los contratos, como lo establece México, que son entre los patrones y las AFP, no son universales, son particulares, no tenemos objeción en que se haga reporte de las inversiones, pero no nos incluyan costos adicionales en los planes complementarios porque van a desaparecer y desmontarlo conllevaría perder un ahorro que ya existe, ese ahorro, como van las cosas en la parte de regulación, desaparecería.

En la parte de los multifondos podemos decir que tenemos un mercado muy pequeño. No tenemos dónde invertir, quizás podemos tener un fondo B, para personas menores de 40 años que tienen mayor tiempo de acumular, que quizás podría tener una regulación más flexible, lo cual es algo que hay que trabajar con las autoridades de la Superintendencia de Pensiones, Superintendencia de Valores y Consejo Nacional de Seguridad Social.

También el obtener inversiones con nuevos instrumentos a largo plazo. Aquí cuando hablamos a largo plazo hablamos de 90 días, cuando yo pienso en largo plazo creo que deben ser instrumentos de 5 ó 7 años, el Sr. Schmidt-Hebbel hizo referencia al tema. De hecho, el gobierno actual tiene instrumentos en el Banco Central a largo plazo, con variables interesantes, y el mercado de pensiones no tiene acceso, ahí estamos



otra vez perjudicando a los trabajadores. Deben realizarse diseños acordes a los niveles de riesgo edad, crear un fondo B, con una inversión más riesgosa; no se va a colocar el dinero de una persona de 50 años en un fondo más riesgoso, por tanto se crean diferencias en los fondos. Chile tiene 5 fondos diferentes que están regulados por edades y por niveles de riesgos; esto crea más eficiencia en los manejos de portafolios e incrementa los rendimientos.

Es importante destacar que la creación de un segundo fondo en México aumenta o piensa aumentar el rendimiento en un 18 por ciento; eso a final de cuentas lleva a que las pensiones de las personas sean mejores a largo plazo. Esto no es una ciencia, mientras mejore el rendimiento a final de cuentas las pensiones pueden ser mayores o menores, tenemos que concentrarnos en el tema regulatorio para hacer la industria más eficiente, esto implica mucha gente, no es solamente las autoridades de pensiones, sino también las autoridades de la bolsa de valores, el sector privado, los sindicalistas, es un conjunto, pero ese conjunto está viendo muy a corto plazo el proceso y tenemos mucho dinero que manejar.

Por último, quiero hacer un comentario que hizo el Presidente Álvaro Uribe, de Colombia, en la reunión de la FIAP. El Presidente Uribe fue el Senador que aprobó la Ley 100, que gracias a los ahorros que había hecho al sistema previsional, el país tenía una base de ahorro adicional, que ayudó a paliar el problema financiero que tuvo Colombia hace unos años atrás, eso no quiere decir que el gobierno tomó esa plata y la utilizó, sino que había un ahorro interno adicional, es decir que mientras más ahorro interno tenemos, más posibilidad hay de que no volvamos a tener problemas como los que hemos tenido en el pasado.

Muchas gracias.



II.D. Comentario a la exposición del Señor Salvador Alonso

Ligia Borrero Restrepo

Superintendente Delegada para Pensiones y Cesantía, Colombia

Panelista Bloque II

Quiero en primer lugar agradecer a la Señora Persia Alvarez por su hospitalidad y a todos los dominicanos. Es un gran placer y honor estar hoy en su país ante un auditorio de tan alta calidad.

Antes de comenzar con mi presentación, quiero hacer una breve introducción para ponerlos en contexto sobre mi país y su reforma. Colombia es la democracia más antigua de Latinoamérica, lleva 85 años, salvo en el año 99, con crecimiento positivo. Nuestra gran reforma en materia de seguridad social viene del año 93 con la ley 100. Es decir, que con Perú emprendimos la reforma del sistema previsional después de Chile, aprendiendo de los 12 años que llevaba dicho país.

Así, pudimos introducir algunas mejoras pero atendiendo la realidad política y económica de Colombia. En el Congreso de la República se llegó a una concertación en donde subsistieron los dos sistemas, el Sistema de Reparto y el de Capitalización Individual. De esta suerte, que hoy cada colombiano puede escoger uno u otro, permitiéndose los traslados cada 5 años entre sistemas, salvo cuando falten 10 años para la pensión, momento en el cual ya no pueden trasladarse y tienen que quedarse en el sistema donde estén. Entre fondos del Régimen de Ahorro individual, el traslado se puede hacer cada 6 meses.

Hecha esta introducción debo decir que cuando el Superintendente de Pensiones de Chile, Don Guillermo Larraín, me dijo que quería que comentáramos sobre aquellos aspectos de nuestro sistema que habían ayudado o contribuido a la eficiencia del mismo nos pusimos en la Superintendencia a reflexionar sobre este tema y a repasar aquellos estudios y cambios que se han introducido y promovido. Debemos comenzar por decir que en estos 12 años de reforma y en particular en lo que se refiere al sistema de Capitalización Individual, una reflexión en este sentido debe hacerse desde tres puntos de vista: los costos, la supervisión basada en riesgos y los resultados de la gestión de recursos.



En relación a los costos, en Colombia nuestro sistema tiene 11,400 millones de afiliados a la fecha, de los cuales el 50.5 por ciento están en el sistema de reparto. Tenemos ahorrados entre los dos sistemas 12,231 millones de dólares, de los cuales 11,395 millones de dólares están manejados por las AFP en el régimen de Capitalización Individual (ver Cuadro 2.8).

La tasa de cotización, aplicada sobre el ingreso mensual de los trabajadores ha tenido una evolución creciente. El porcentaje de cotización en el sistema de reparto y el régimen de ahorro individual es el mismo. Es hoy del 15.5 por ciento. La diferencia está en la forma de distribuir esa cotización. En el sistema de reparto, parte de la cotización se destina a incrementar las reservas para la pensión de vejez y la otra parte para cubrir la comisión de administración y las pensiones de invalidez y sobrevivientes. Hoy esa comisión para administración y seguros tiene un tope máximo del 3 por ciento; antes era del 3.5 por ciento, y el gobierno luego de varios estudios procedió a disminuirla. Se convino que la comisión fuera sobre saldo y no sobre rendimientos para evitar que al final de la vida del afiliado esta suma no fuera demasiado grande y también para evitar un posible conflicto de interés que hiciera que la AFP escogiera inversiones con un mayor riesgo, para poder cobrar una mayor comisión.

En el régimen de ahorro individual parte de la cotización se destina a la cuenta individual del trabajador, otra parte para la comisión de administración y la adquisición de seguros para cubrir las pensiones de invalidez y sobrevivientes y una última parte para un fondo destinado a garantizar la pensión mínima de los afiliados a dicho régimen. El 75 por ciento de la cotización la paga el empleador y el 25 por ciento el trabajador. Los afiliados a los dos regímenes deben aportar a un fondo de solidaridad pensional, de acuerdo con el monto de sus ingresos que es en últimas el pilar 0 ó 4 que tienen algunos pocos países. Nosotros tenemos este pilar desde el año 1993, con el cual se pagan, de una parte, pensiones asistenciales a los ancianos indigentes que no logran tener una cobertura y con esa cotización también se subsidia la cotización a un grupo poblacional que se estima como vulnerable, como es el caso de madres comunitarias, empleados rurales, etc.

En relación con las comisiones, las normas establecen un máximo y para fomentar la competencia y bajar costos se permitieron dos cosas



que han sido hasta la fecha letra muerta, pues ninguna administradora del régimen de capitalización ha ejercido tales opciones. De una parte se previó la posibilidad de establecer comisiones diferenciales, es decir, teniendo en cuenta antigüedad o monto de cuenta individual, sin hacer discriminaciones. Con esto, por ejemplo, se trata de premiar con una comisión menor a quien tenga una antigüedad en fondo de más de x años o que supere determinados montos en su cuenta individual. Esto también permitiría un estímulo a la permanencia en el sistema.

En segundo lugar, tratándose de un máximo, las AFP pueden rebajar su comisión haciendo un previo aviso. Hoy todas cobran el tope establecido. Esto es un reflejo de cómo funciona la competencia en el sector.

Profundicemos un poco más sobre la comisión que se paga a las administradoras en mi país. Cómo entonces fue la división de esa comisión, de ese máximo, porque recuerden que decíamos que es el 3.5 entre seguros y entre la comisión que va a la administradora. Y aquí un poco para que ustedes tengan el dato cuando vean la lectura de las comisiones comparativas de otros países, aunque muy pocas personas citan a Colombia, pero en algunas conferencias, muy tangencialmente veo que cuando nos citan, no se hace esta diferenciación. No todo ese 3 por ciento hoy, y el 3.5 por ciento antes, va a la administradora. Un promedio de aproximadamente el 58 por ciento es para comisiones.

Veamos ahora cómo está conformado el sistema de administradoras de ahorro individual en Colombia. En nuestro país hoy es una prerrogativa del sector privado. Dentro de las administradoras existentes el 42 por ciento es inversión extranjera en donde están los principales grupos que hacen presencia en buena parte del continente: BBVA, City y Santander. Adicionalmente, en Colombia están también la IFC y Skandia. Sólo una administradora es exclusivamente de grupos colombianos y hay una participación minoritaria e inducida por ley del 6.5 por ciento para el sector de las cajas de compensación familiar. Es importante también mencionar que dentro de las AFP hay inversión de dos grupos colombianos dueños de bancos, de ahí que debemos tener en cuenta que tal vez en Colombia no es hoy relevante como mecanismo para incrementar la competencia y bajar los costos, el que este negocio de la administración de las cuentas de ahorro individual para pensiones se abra a los bancos o a otros intermediarios financieros.



Hay una reflexión que hacer. En Colombia en materia bancaria hay buena competencia nacional y extranjera. Sin embargo, los márgenes que manejan son altos y el crédito sigue costoso. ¿Por qué entonces actuarán diferente respecto del costo en la administración de las pensiones? Es la pregunta que valdría la pena dejar sobre el tapete, ante algunas inquietudes que han aparecido en este seminario sobre el particular.

Ahora bien, detengámonos un poco en cómo se procedió a bajar la comisión máxima del 3.5 por ciento al 3 por ciento. Se hizo un estudio para revisar si era mucho o suficiente. Entramos a medir la eficiencia y se hizo un trabajo de proyecciones con las administradoras, teniendo en cuenta los afiliados. Se trabajó sobre datos reales, es decir con una información de 10 años.

Los argumentos para disminuir este porcentaje tuvieron en cuenta la necesidad de aumentar la eficiencia. Lo que pudimos establecer es que con el tiempo la parte de los seguros bajó, pero no así el componente de comisiones. Y si uno mira si aumentó o no la eficiencia, si uno mira durante este período las utilidades, gastos, y demás de las AFP, se encuentra con que el impacto en las utilidades de haber bajado la comisión en 0.5 por ciento fue rápidamente asimilado. Hoy las utilidades siguen creciendo.

Con respecto a otras comisiones que pueden cobrar las AFP hay que mencionar de manera especial las correspondientes a los aportes voluntarios. Para estas no hay límites y el precio es alto como se puede ver en el cuadro correspondiente.

Otra comparación que podemos hacer es cuál es la proporción de las utilidades de las AFP respecto de las otras instituciones que hacen parte del sistema financiero. No se ve a este respecto diferencias sustanciales que nos hagan pensar en industrias más eficientes que otras teniendo en cuenta esta variable para analizar el origen de dicha eficiencia.

Como conclusión de lo anterior, cuando el regulador presiona a bajar las comisiones es una buena manera de presionar la eficiencia. Las AFP de Colombia se ajustaron, dejaron de gastar tanto en publicidad, aminoraron sus costos, y como ellos mismos lo dicen: "tuvimos que ser más eficientes para generar utilidad".

El segundo tema es la supervisión basada en riesgos. En Colombia eso ha generado que las AFP ganen en eficiencia, tuvieron que reestructurar todos los parámetros mínimos, establecer límites de riesgos crediticio, elaborar un código de conducta y sobre todo vincular a la junta directiva y a la alta dirección para ser más eficientes.

También se estableció la metodología del VAR y con esto han tenido que incrementar sus niveles de eficiencia. En Colombia no existe límite ni mínimo ni máximo de VAR; dado que se tiene una rentabilidad mínima, y los recursos que forman la reserva de estabilización del 1 por ciento, es superior a sí se aplicara el cálculo del VAR.

Por último, consideramos que la rentabilidad mínima ha hecho que las AFP sean más eficientes, porque cuando uno tiene que comprometer su propio patrimonio, tiene muchísimo más cuidado en la gestión que hace. Resulta difícil comprobar si la rentabilidad mínima ha contribuido a generar más eficiencia. Nosotros en la Superintendencia creemos que sí. Hemos hecho varios análisis, uno de ellos lo queremos compartir con ustedes. Tomamos un portafolio que tuviere algún contenido pensional, que tuviera perspectivas de largo plazo y que no estuviera sujeto ni a límites muy especiales de inversión ni a rentabilidad mínima. Obviamente no tenemos para comparar otro portafolio obligatorio, pero sí tenemos algunos un poco similares que son los fondos voluntarios de pensiones. Nos encontramos que si comparamos la rentabilidad de los fondos obligatorios de pensiones con los voluntarios, siempre la rentabilidad de las AFP ha sido con sus fondos obligatorios, superior en el curso de los años que la de los fondos voluntarios, obviamente ambos calculados sobre promedios porque sabemos que en el fondo voluntario cada quien escoge su propio portafolio y hay promedios diferentes.

En resumen, podemos afirmar que a través de la Supervisión basada en riesgos, mirando el tema de comisiones o de la rentabilidad mínima, hemos podido hacer importantes avances para generar y contribuir al esfuerzo de mejorar la eficiencia en las AFP.

Muchas gracias.







Bloque III

**Modalidades de Pensión:
Instrumentos, Actores y Fiscalización**



III.A. Fase de Desacumulación: Elementos para el análisis basado en el caso de Chile¹

*Exposición del Sr. Guillermo Larraín
Superintendente de AFP de Chile y Presidente de AIOS*

Analizaré un tema que generalmente en las discusiones habituales de reforma a los sistemas de pensiones pasa un poco desapercibido, porque quizás como llevamos poco tiempo acumulando recursos no nos preocupamos de la desacumulación de recursos, del pago de las pensiones propiamente como tal. Sin embargo, este es un tema crucial ya que las distorsiones que se pueden producir en la fase de desacumulación del ahorro previsional, pueden tener implicancias enormes incluso para la propia fase de acumulación. En la medida en que se cometan abusos en las transacciones, en la adquisición de renta vitalicia, donde la información se maneje de forma poco transparente, donde hayan mercados negros, o mafias de personas que traten de inducir la jubilación en forma anticipada, lo que tenemos como resultado son pensiones más bajas y bastante quejas de parte del público porque las pensiones no son del nivel que debieran, de manera que éste es un tema crucial muy relevante y por mi propia posición de Superintendente, me voy a referir a la experiencia chilena en lo concerniente a este interesante tema.

En Chile el Sistema de Administradoras de Fondos de Pensiones está en el centro del Sistema de Seguridad Social en general (ver Gráfica 3.1). Se puede ver cómo han ido evolucionando a través del tiempo el número de afiliados y hoy día tenemos 7 millones de afiliados contra una fuerza de trabajo de sólo 6 millones, tenemos más afiliados al sistema previsional que trabajadores, lo cual es un tema interesante. Adicionalmente, podemos ver en la Gráfica 3.2 el número de cotizantes y la cobertura que tiene el sistema, los cotizantes son aproximadamente la mitad de los afiliados y la cobertura respecto de la población ocupada está aproximadamente en el 60 por ciento, lo que es realmente muy grande como sistema.

¹ Las gráficas y cuadros a los que se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.



Desde el punto de vista financiero esta reforma ha sido sin duda un éxito. Un reflejo de este éxito puede apreciarse en la Gráfica 3.4, en la cual puede verse la acumulación de activos de ahorro previsional manejados por las administradoras; hoy día estos llegan a los 61,000 millones de dólares, aproximadamente un 65 por ciento del PIB.

En las últimas distribuciones que pueden verse se refleja lo que ha ocurrido desde la creación de los multifondos. Desde cualquier punto de vista esto es un éxito que se acota a la fase de acumulación del sistema de pensiones, lo que interesa es que la gente tenga una buena pensión y se la gaste en su vida pasiva; la verdad que el sistema en su totalidad es bastante más complejo incluyendo actores adicionales a las AFP, que también están interactuando en la totalidad del sistema previsional. La Gráfica 3.5 muestra algo muy parecido a lo que mostró Salvador Alonso: hay una fase de acumulación en la que están dos pilares, en el pilar dos están las AFP como grandes actores de ese pilar, y hay un tercer pilar de ahorro voluntario que en el caso chileno está abierto a bancos, fondos mutuos y compañías de seguro, existiendo, por tanto, bastante diversidad y heterogeneidad de actores.

Lo que nos interesa analizar ahora en esta presentación es la fase que va después de la edad de jubilación, la fase de desacumulación, y aquí hay otros actores que se suman al mercado de pensiones. El primero es el Estado que provee ese colchón, en el caso chileno lo fundamental es la previsión de la pensión mínima, pero también hay una pensión asistencial no contributiva que intenta eliminar o minimizar la pobreza en la ancianidad. El Estado, entonces, es un actor importante en esta fase de desacumulación, pero además está la desacumulación del Fondo de Pensiones propiamente como tal, donde hay dos actores principales, que son las compañías de seguros de vida y las propias AFP: las compañías de seguros de vida proveen al mercado de renta vitalicia en distinta formas y las AFP proveen retiro programado.

Ahora, la línea roja y la línea verde en la Gráfica 3.5 no coinciden porque hay un costo de adquisición de renta vitalicia, es decir, del fondo total acumulado hay que pagar un costo por la adquisición de una renta vitalicia que hace que la línea roja y la línea verde no coincidan, cualquiera que sea el nivel de la línea roja. Ya vimos hoy día numerosas razones por las cuales podemos hacer que la línea roja se incremente, es decir, que acumulemos más porque tenemos un mejor régimen de

inversiones, esto corresponde a toda la discusión que tuvimos en la mañana, pero para toda esa discusión e independiente de ella, lo que tenemos que hacer es que la línea verde caiga lo menos posible producto de ese costo de transacción de la renta vitalicia que es al cual me voy a referir a continuación.

Mi presentación va a tener dos enfoques: primero, fijarme en el momento de la transición entre la fase de acumulación y de desacumulación, en la cual se produce la diferencia entre la línea roja y la línea verde de la Gráfica 3.5 y segundo, el tema de la edad de jubilación. No voy a hablar de la edad legal de jubilación, porque la evolución de la demografía hace que los 65 años de edad legal de jubilación, en el caso de los hombres, normalmente esté obsoleta respecto de la situación actual; cuando se creó la jubilación en tiempo de Bismarck², que también eran 65 años pero con otras expectativas de vida. Más bien me quiero referir a los temas de jubilación anticipada.

Con relación al costo de transacción de renta vitalicia, les quiero mostrar la situación que teníamos en Chile y esta es la historia desde el año 1990 en adelante. En la Gráfica 3.6 se observa que este costo de transacción fue gradualmente creciendo durante los años noventa y llegó a un máximo del 5.9 por ciento del fondo de pensiones del año 2000; de ahí en adelante se produjo una caída muy impresionante en los tres años subsiguientes, con comisiones que se redujeron bastante y quedaron bastante estables.

Hacia el año 2000 lo que teníamos era que las líneas roja y verde en la Gráfica 3.5 estaban separadas en el equivalente al 5.9 por ciento del fondo de pensiones que era el costo de adquisición de la renta vitalicia. El segundo punto que voy a mencionar para que ustedes vean la realidad de lo que estaba pasando en Chile es que la edad de jubilación estaba bajando, no evidentemente para aquellas personas que podían jubilarse en forma anticipada; entonces, en el caso de los hombres vemos que aproximadamente el 66 por ciento de los hombres se estaban jubilando en forma anticipada. En la Gráfica 3.7 puede verse que la edad promedio de jubilación anticipada venía bajando, es decir, los hombres se estaban jubilando a edades cada vez más tempranas. En el caso de las mujeres

² Se refiere a Otto Von Bismarck (1815-1898), quien promovió la iniciativa de un sistema estatal de pensiones en Prusia a partir de 1881. En este sistema la edad legal de jubilación se estableció en 65 años, siendo que la esperanza de vida en la época era de 45 años.

vemos que cada vez menos mujeres acceden a la jubilación anticipada y lo hacen a edades que también son bastante bajas (ver Gráfica 3.8).

Entonces puede compararse el caso de la mujer, las mujeres que se jubilan anticipadamente lo estaban haciendo a algo menos de 54 años de edad en promedio, con una expectativa de vida a los 54 años que es de 32.43 años – la mujer chilena es impresionantemente longeva. Entonces, esa mujer que se jubila a los 54 años tiene que financiar una sobre vida de 32.43 años, evidentemente que eso se hace con pensiones muy bajas.

En el caso de los hombres ocurre algo parecido un poco menos dramático: el 67-70 por ciento está jubilándose con edades en torno a los 57 años en forma anticipada, con una expectativa de vida a la edad que es de 25 años. Evidentemente que la jubilación anticipada, con esas expectativas de vida, implica necesariamente pensiones bajas.

En el año 2004 se aprobó una nueva ley de rentas vitalicias que tomó diez años desde que fue propuesta, a finales del año 94 por el Presidente Aylwin, y la verdad es que por distintas razones no fue posible su aprobación hasta 10 años después. Fundamentalmente, debido a la indecisión de los distintos gobiernos, que le daban prioridad en algunos minutos y después se la quitaban, no era demasiado clara la fuerza con la cual el gobierno quería sacar esta legislación. Por otro lado, existía un muy fuerte lobby de las compañías de seguros de vida, que en la práctica bloquearon la aprobación de esta Ley. En algunas circunstancias precisas hubo un par de acusaciones al tribunal constitucional, y la razón es que éste era muy buen negocio, ya que había una comisión que se pagaba por adquisición de rentas vitalicias.

Este mercado de rentas vitalicias se caracterizaba en el mercado chileno por una total falta de transparencia, gigantescas asimetrías de información entre el corredor de seguros de vida, que es el tercer agente de este mercado, el vendedor de la compañía de seguros de vida; una gran asimetría de información entre esas personas versus un cliente que está tomando una decisión muy difícil de su vida como es jubilarse, que normalmente se ha quedado desempleado, y tiene una enorme necesidad de liquidez con posibilidad de adelantar su jubilación. En bastantes casos, como se veía, las comisiones eran muy altas, 5.9 por ciento, luego bajaron, y no es que fueran en su totalidad a la compañía de seguros de vida, había una licuación del fondo de pensiones hacia la propia persona

que se estaba jubilando en forma anticipada, y esta jubilación anticipada era masiva.

Decía recién que el 67 por ciento de los hombres estaba en esta situación, y además había pocas alternativas de jubilación. Entonces en este sistema lo que había es que la gente tomaba decisiones irreversibles, las personas que toman una renta vitalicia toman una decisión irreversible en condiciones de información sumamente precarias, y esto lo muestra una encuesta de una consultora a la que le pedimos que evaluara el grado de conocimiento y racionalidad con el cual las personas tomaban estas decisiones y los resultados fueron que del 40 al 45 por ciento tomaba su decisión de jubilación anticipada sin la información adecuada (ver Gráfica 3.9).

¿Cuáles son las principales modificaciones que introdujo esta Ley del año 2004? Primero, creó un sistema de consulta, denominado Sistema de Consulta de Ofertas y Montos de Pensión (SCOMP). Igualmente, se reguló la comisión de intermediación de renta vitalicia; se hizo un incremento en los requisitos para la jubilación anticipada; se crearon nuevas modalidades de pensión y se reguló de mejor forma la creación de las tablas de mortalidad. Me voy a referir tanto al SCOMP como a la jubilación anticipada.

El SCOMP es un sistema electrónico obligatorio y ciego, sólo pueden participar de este sistema las AFP, que son 6, las compañías de seguros de vida, que son 23 y los 751 corredores habilitados por la Superintendencia de Valores y Seguros. El SCOMP es un sistema electrónico, pero que es realizado en la práctica por una empresa cuya propiedad es algo parecida a la que tiene PROCESAR en México, sólo que en lugar de bancos hay compañías de seguros de vida y el soporte técnico está sub-contratado a un proveedor tecnológico. Existen requisitos de no discriminación cuando uno "da monopolio", es decir, cuando uno garantiza a una sola empresa la realización de una determinada operación necesariamente tiene que tener requisitos para que eso no se convierta en un poder monopólico.

La Superintendencia de Valores y Seguros habilita a los corredores y las compañías de seguros de vida que participen en este mercado; estos

deben tener una clasificación de triple B o más. ¿Cómo opera esto? La persona, el pensionable, le pide a su AFP que ingrese sus datos al SCOMP seleccionando la modalidad de pensión que la persona desea; los datos relevantes de esta persona, la edad, el saldo, los beneficiarios y sus características, se distribuyen a todos los participantes del sistema quienes entonces con esos datos hacen una oferta de pensiones. Les decía que el sistema es ciego, ya que la compañía que recibe estos datos recibe sólo datos estadísticos, no sabe a quien corresponden, no es un sistema donde puedan contactar a una determinada persona.

Las ofertas que realizan las compañías se resumen en un formulario que en seguida se ordena de mayor a menor, les voy a mostrar un ejemplo de un caso verdadero en el Cuadro 3.2. En la primera columna el código de la oferta, luego el nombre de la compañía y el monto de la pensión, con todas las ofertas relevantes que recibe la persona ordenadas de mayor a menor, siendo esto un grado de transparencia en la información bastante grande.

La persona una vez que ve esta información tiene varias opciones, una, evidentemente, es que puede aceptar cualquiera de las opciones que se le presentan, no necesariamente la mayor. La persona puede eventualmente negociar, puede tener contacto con una de las compañías que hicieron una oferta, pero con el requisito que lo que resulte de esa negociación tiene que ser mejor en términos de pensión que lo que la compañía respectiva hizo cuando presentó su oferta en el SCOMP. Si a la persona no le gustó la oferta que recibió puede hacer una segunda y hasta una tercera demanda de ofertas con una sub-muestra de empresas, y finalmente, la persona puede en cualquier momento solicitar un remate, donde el pensionable en ese caso se compromete a tomar la mejor de las presentaciones de las ofertas que se hagan.

¿Qué es lo que ha estado ocurriendo con el SCOMP? Desde que se inauguró en agosto del año pasado en adelante hubo una campaña previa al lanzamiento del sistema por una cantidad de corredores que indujeron a que la gente se adelantara a pensionarse y por eso hubo muy poca actividad en el SCOMP, pero luego ha ido recuperando niveles de actividad razonables. Tenemos por el momento 28,000 que han hecho consultas, y un total de 32,000 solicitudes de oferta, en general la gente está yendo más de una vez y está pidiendo más de una consulta.



De hecho, en la Gráfica 3.11 podemos ver la participación de las formas distintas de ingresar al sistema. Hoy día un 35 por ciento de las personas están ingresando sin intermediación, sin que medie para ellos un corredor o un agente de ventas de alguna compañía lo que nos da una buena señal de que las personas están conociendo el sistema y eventualmente no accediendo a pagar comisiones que no se justifican.

Se han emitido, ya decíamos, 28,000 certificados de ofertas, la mayor parte de las cuales todavía tienen que ver con vejez. Tenemos un problema de exceso de vejez anticipada, y estas son las decisiones que se han tomado: el 35 por ciento de las pensiones otorgadas tienen que ver con rentas vitalicias inmediatas, con algunas condiciones especiales de cobertura y ahí el mercado ha ido diversificando su oferta de renta vitalicia; no hay una oferta de rentas vitalicias única que hoy día uno pueda encontrar. Hay algunas diferencias importantes que se han ido produciendo a través del tiempo, primero, el retiro programado y, en segundo lugar una renta vitalicia inmediata como señalábamos.

El SCOMP lo que ha permitido es mejorar y aumentar la competencia en el mercado de rentas vitalicias, en la Gráfica 3.14 vemos la diferencia entre la mayor y la menor oferta, y se ve alguna variabilidad, esperábamos que esa diferencia fuera cayendo. Todavía es demasiado clara esa tendencia, pero estamos confiando en que a medida que la gente conozca el sistema, las pensiones debieran ir convergiendo a niveles más homogéneos; hoy día hay básicamente una diferencia del 7 por ciento entre la oferta más grande y la más chica.

Este, ya lo he mostrado en el Cuadro 3.2, es el caso de una persona que por el solo hecho de tener el acceso a todas las ofertas relevantes para ella, pudo haber elegido una pensión que es 17 por ciento más alta por el hecho de contar con la información, y esto es realmente notable. En el sistema antiguo la persona hubiera llegado de la mano de algún corredor o ejecutivo de venta y podría haber tenido una pensión 17 por ciento más baja; esto ilustra en forma bastante clara lo importante que es regular bien este mercado, y además le informamos a la gente cuál es el riesgo que tiene en aquellas compañías que eventualmente le están haciendo su oferta.

A través del tiempo hay un proceso de aprendizaje que tiene que tener la gente, y lo que ha ido ocurriendo en estos meses es que el porcentaje



de personas que ha optado por la mayor oferta ha ido creciendo gradualmente. Es importante que la gente entienda cómo opera el sistema y las oportunidades que tienen de tener pensiones mayores, partimos en diciembre con un 52 por ciento de la gente eligiendo la mayor oferta, hoy día estamos en un 68 por ciento, lo cual indica que se está mejorando.

Justo antes que ingresara el Presidente Lagos a su ejercicio, las compañías lo que hicieron fue tratar de evitar esta legislación, invocando que eran capaces de autorregularse y bajar las comisiones, y lo hicieron, bajando de un 5.9 por ciento a un 2.5 por ciento; por suerte hubo suficiente persistencia política para ir con la Ley hasta el final; y luego que se inició la regulación las comisiones han ido bajando desde el 2.5 por ciento a prácticamente el 2 por ciento. En adición, hay una cantidad creciente de personas que no están pagando comisión, porque la simplicidad de algunos productos, rentas vitalicias en particular, y la simplicidad de la información hacen que en muchos casos el valor agregado que hace la asesoría haya disminuido y por lo tanto tenemos comisiones que a la verdad no hay mucha necesidad de pagar.

Respecto a las jubilaciones anticipadas, esto es una característica en el caso chileno que creo que es bueno que exista, pero que tiene que guardar una cierta proporción, es decir, el acceso a la jubilación anticipada tiene que guardar alguna proporción con la situación demográfica del país. Se estaba abusando de este beneficio, por los requisitos de acceso que se tenían.

Hay dos requisitos fundamentales, la renta vitalicia equivalente que tiene que poder comprar una persona tiene que ser del 110 por ciento de la pensión mínima y esto lo vamos a ir subiendo hasta el año 2008, y en seguida también una cierta tasa de reemplazo, es decir, que respecto de su renta la persona sea capaz de acceder a una renta vitalicia equivalente. Estos dos requisitos eran sumamente bajos, se están haciendo más duros, no con el afán de molestar a nadie, sino con el objetivo de que las personas puedan tener pensiones de niveles razonables.

La solicitud de pensiones anticipadas ha reaccionado a la baja, es decir, que a pesar de que continúa siendo el principal componente, fuente de demanda y oferta de monto de pensiones, hemos logrado que los números bajen de forma significativa después de haber tenido entre 10

y 12 solicitudes de pensiones de vejez anticipada, hoy día estamos a 1/6 de ese nivel y eso habla de que efectivamente la gente entendió que había un problema porque el cambio de requisitos no ha sido tan drástico en este corto período de tiempo; en consecuencia, da la impresión de que la discusión que se hizo en torno al problema de la pensión anticipada ha sido bien asumida por la población.

Asimismo, la edad de jubilación comenzó a revertirse en forma bastante importante, les mostré como iba cayendo la edad de jubilación, y lo que tenemos en el año 2005 es que la edad de jubilación anticipada está subiendo en torno a un año en caso de los hombres y un poco menos para las mujeres, es favorable ver que hay un cambio de tendencia en ese sentido (ver Gráfica 3.20).

A pesar de que la tasa de interés ha estado bajando como en todo el mundo (ver Gráfica 3.21), el monto promedio de las pensiones entregadas ha venido subiendo, entonces tenemos un sistema que está dando mejor información, la gente está pudiendo negociar en forma transparente y está accediendo a niveles superiores de pensiones gracias a esta nueva legislación (ver Gráfica 3.22).

Entonces el sistema de pensiones es un sistema complejo, donde hay mucho más actores que las AFP. Creo, dicho sea de paso, que no todos los actores de este sistema tienen la misma vocación de seguridad social que sí tienen las AFP, y sí creo que es un rol de los reguladores que esta ética de la seguridad social permee a otros actores del mercado que ven acá un mercado como cualquier otro, cuando estamos hablando de una parte crucial de la Seguridad Social.

Hay un tema de coordinación sumamente importante, porque normalmente las compañías de seguros de vida son reguladas por un agente distinto al regulador de pensiones; hay toda una discusión que hay que hacer sobre la necesidad de avanzar hacia un régimen de supervisión consolidado o al menos con algún grado bastante formal de coordinación de la supervisión. En Chile no vamos a avanzar hacia una supervisión consolidada, pero sí vamos a avanzar hacia un régimen bastante fuerte de coordinación.

El mercado tradicional del retiro dejado a sus propias reglas no funciona bien, las asimetrías de información son enormes, el cliente visita muy



pocas veces este mercado. De hecho lo visita una sola vez en su vida, y una vez que toma la decisión, la misma es irreversible, eso genera muchísimas distorsiones en la forma como opera el mercado y por lo tanto requiere un grado de regulación absolutamente específico. En Chile yo creo que a pesar de que la economía política que tuvo este proyecto fue difícil, se corrigió, mejorando la transparencia, bajando los costos de transacción, mejorando la información, la supervisión, tal como en el caso de PROCESAR, la información está toda centralizada y podemos ver si hay corredores que tienen estrategias particulares que eventualmente pueden vulnerar los principios que nos han inspirado al hacer esta jubilación.

Por último, en cuanto a la jubilación anticipada, la estamos desalentando en la misma línea que todos los sistemas de pensiones del mundo han estado evolucionando en tratar que la edad de jubilación sea más alta y no más baja.

Muchas Gracias.



III.B. Comentario a la exposición del Sr. Guillermo Larraín Ríos

Manuel Cocco

Ecocaribe Consultores Económicos, República Dominicana

Panelista Bloque III

Buenas tardes. Antes que nada quisiera agradecer a la Licenciada. Persia Alvarez de Hernández y al Sr. Guillermo Larraín, por la invitación a participar en este importante seminario. Quiero comenzar reconociendo el valioso aporte al seminario que ha hecho el Sr. Guillermo Larraín sobre un tema bastante especializado pero que todavía, a nuestro entender, en el estado en que se encuentra la República Dominicana, no hemos llegado aún a esa etapa. No quiero dejar pasar por desapercibida la importancia del tema del Sr. Larraín, porque debemos de recordar que en República Dominicana el sistema de pensiones se inicia precisamente en la antesala de la mayor crisis económica, financiera y bancaria; y además casi nunca se menciona que uno de los agentes que estuvo también presente en esa crisis fue precisamente uno de los agentes de desacumulación, pues fueron dos grandes compañías de seguros las que colapsaron, tema del que casi nunca se habla.

Quisiera concentrarme en la parte institucional del proceso que está viviendo actualmente la República Dominicana. Dije hace un momento que el sistema de pensiones surge en la antesala de la mayor crisis económica y financiera que ha existido en el país. Crisis bancaria, de compañías de seguros, de puestos de bolsa y de empresas que colocaban papeles comerciales, y también momento que coincide con la adopción de un modelo "único" de salvamento bancario, es decir, la mayoría de los depositantes rescatados lo fueron directamente por el Banco Central: el costo de este salvamento significó cerca de un 20 por ciento del PIB del país en el año 2003.

Es evidente que la estructura de la cartera de inversiones de las AFP está concentrada en el sector financiero, lo cual es entendible ya que no contamos con un mercado de valores, apenas se inicia. Con el deterioro del aparato productivo, producto de esa crisis macroeconómica, los estados financieros de las empresas todavía dejan mucho que desear. Por otra parte, esa situación plantea una serie de problemas fundamentales cuando se producen estas crisis macroeconómicas en países como República Dominicana.



En primer lugar está la necesidad de garantizar rentabilidad real de las inversiones. En esta etapa tuvimos rentabilidad real negativa. ¿Qué tienen que hacer las AFP para garantizar en esos momentos de crisis tasas de interés reales positivas? Por otra parte, ¿cómo pueden las AFP cumplir con los ajustes de inflación que se requieren en su capital?

El ahorro previsional es un ahorro forzoso por ley, en consecuencia debe haber un mayor vínculo de comunicación entre las AFP y sus afiliados. Para mí fue una gran sorpresa escuchar en un trabajo de Guillermo Larraín³, el grado de desconocimiento de los trabajadores chilenos en torno a las AFP luego de 21 años de reforma.

La modalidad de salvamento que se utilizó en el país obliga a una mayor responsabilidad por parte de las AFP y del organismo supervisor, ya que es impensable que vuelva a repetirse en el futuro, aunque se trate de ahorro forzoso del sistema previsional en vez de ahorro libre del sistema financiero.

Hay una serie de aspectos claves que quiero compartir en esta ocasión: en la fase de desacumulación las AFP deben contar con las reservas que garanticen ampliamente el pago de las pensiones con los requisitos de indexación que establece la Ley.

Las compañías de seguro también juegan un papel muy importante en la etapa de desacumulación. Cuando llegue el momento, estas compañías deberán contar con las suficientes garantías patrimoniales y reservas para poder responder a los ahorros que de por vida fueron mantenidos por los trabajadores.

Otra reflexión que me surge como consecuencia de que las expectativas de vida van aumentando es la siguiente: siendo esto así, ¿las pensiones van a ser lo que se esperaban? Si los recursos acumulados deberán soportar una pensión más larga, cabría pensar si los fondos de pensiones no serán suficientes, en cuyo caso, ¿se incrementarían los periodos de cotización?

³ Se refiere a la ponencia "Sistema Previsional Chileno: Más Información para un Mejor Análisis", presentada en abril 2004, la cual se basó en los resultados de la Encuesta de Historias Laborales y Seguridad Social realizada por la Universidad de Chile en el año 2002.

En otro orden, la imaginación del sector financiero es muy amplia y existe una gran demanda de productos financieros de todo tipo y con una gran cantidad de actores de diversa índole. Esto presenta serios problemas de supervisión debido a la aparición de grandes conglomerados financieros. En ese sentido, los organismos de supervisión latinoamericanos son muy especializados. Debe abogarse por una supervisión consolidada; para ello creo que nos falta todavía mucho. Guillermo hacía énfasis, y esto es muy importante, en la coordinación que debe existir entre los organismos de supervisión; en ese sentido debemos destacar que la Junta Monetaria, según la nueva Ley monetaria y financiera, debe ejercer esa función de coordinación. Aún está pendiente la normativa de coordinación de competencias pues no existe en la actualidad un protocolo de entendimiento entre organismos supervisores: responsabilidades de cada quién y contenidos de la información que deben intercambiar.

Otro aspecto que quiero destacar es que ni la banca, ni las compañías de seguro, ni el mercado de capitales pueden hacer transparente a quien no lo es. Y si no hay transparencia en el sector real, en la información contable y financiera, tendremos serios problemas. Más necesario que las amnistías fiscales es transparentar los estados financieros de las empresas no financieras. Se necesita un sistema unificado de información contable y financiera para forzar la transparencia de todos los agentes que participan en el mercado de valores, la banca, los seguros y las AFP. En la actualidad no contamos con una central de balances, lo cual implica serias limitaciones para las AFP, el mercado de capitales y las compañías de seguros.

Las lecciones de la crisis bancaria están ahí: quedó evidente la debilidad de la regulación y supervisión bancaria y sus consecuencias. Ocurrió todo: en algunos intermediarios financieros y en la regulación y supervisión bancaria.

Por tanto, la supervisión debe ser garante de que se otorguen los beneficios contemplados en el sistema, que se obtendrán los beneficios de seguros de vida de renta vitalicia y a futuro en planes de pensiones para lo cual es vital regular las inversiones y el mercado de valores donde los fondos y reservas técnicas se inviertan.

Muchas Gracias.



III.C. Comentario a la exposición del Señor Guillermo Larraín

Lorena Masías

Superintendente de Pensiones, Perú

Panelista Bloque III

Voy a referirme a la supervisión de beneficios en el Sistema Privado de Pensiones de Perú. Como deben saber, la supervisión en Perú es una supervisión integrada. En la misma entiendo está la supervisión de Banca, de Seguros y de AFP. En este sentido, se mantiene una supervisión por instituciones hay un órgano de línea que se encarga de supervisar la banca, otra seguros y otra las AFP.

En lo que es la parte de beneficios, ¿cómo se da la asignación de funciones entre estas dos entidades, órganos de línea? En la parte de seguros, esta se dedica a supervisar las compañías de seguros desde un punto de vista, la solvencia. En la parte de AFP, se supervisan las compañías de seguros desde el punto de vista de los beneficios que se ofrecen, cómo se comercializan y si están correctamente asignadas y esta es la parte a la que me voy a dedicar.

Entonces, el cuadro 3.4 resume la supervisión de beneficios de AFP en lo relativo a las prestaciones (beneficios en sí), al Bono de Reconocimiento (aportes al Sistema Nacional de Pensiones) y a las garantías estatales, y también se evalúa el sistema evaluador (invalidez) y los comités médicos.

En el año 2003 hubo un cambio en la manera como se manejaba el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia. En el Perú la compañía de seguros que daba el seguro de invalidez y Sobrevivencia era la misma que daba la pensión de vejez. Hoy día, la compañía que da la cobertura del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia es distinta a la que ofrece las rentas vitalicias, de esta manera se ha conseguido mayor competencia en el mercado de rentas vitalicias y en el mercado del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia.

Esto provocó una disminución de la prima del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia en un 25 por ciento en promedio. Otros aspectos desarrollados ordenan el mercado de póliza de modo que las compañías de seguro ofrezcan a los afiliados los productos más relevantes para él y

su familia. Y al mismo tiempo se ha organizado un mercado de retiros y rentas muy similar al SCOMP que mencionó Guillermo, con grandes beneficios en cuanto a la información que se la da al afiliado, que está a punto de tomar una decisión sobre su renta vitalicia. También se tienen modelos que cuentan con garantía estatal (Ej.: Pensión Mínima). Estas se otorgan a través de pensiones complementarias que ofrece el Estado.

Temporalmente se estuvo otorgando un régimen especial de jubilación para empleados. Este año ya no estará en operación, su objetivo consistió en disminuir temporalmente la tasa de reemplazo de un 50 por ciento a un 30 por ciento. Otro aspecto que se ha venido desarrollando es el de transferencia de fondos al exterior, que ha estado funcionando bastante bien.

Aspectos bajo fase de implementación: mayor automatización de procesos de supervisión, algunos temas de agenda pendiente que aquí quisiera rescatar:

1. Desmaterialización de Bonos de Reconocimiento: actualmente se emiten en físico, se está pensando en un esquema de anotación en cuenta con el cual la custodia sería electrónica.
2. Un tema hacia delante, diseño de mecanismos de protección de afiliados pasivos que en la fase de desacumulación, cuenta con garantías de la misma compañía de seguros, pero no hay un esquema de seguro de rentas vitalicias como lo puede haber en otros países.
3. Finalmente, otro reto a estudiar es lo referente a tablas de mortalidad. Es importante que las rentas vitalicias sean calculadas con los datos de mortalidad más cercanos a la realidad del Perú.

Con esto termino. Muchas gracias.



III.D. Comentario a la exposición del Señor Guillermo Larraín

José Gómez Cerda

Representante Técnico de los Afiliados, Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites de Inversión, República Dominicana

Panelista Bloque III

Hemos leído el informe presentado por el Superintendente de las Administradoras de Fondos de Pensiones de Chile, Guillermo Larraín Ríos, y creemos que tiene muy buen contenido, aunque existen muchos términos que no son comprensibles para los trabajadores.

Los afiliados al sistema de pensiones debemos actuar con una conciencia crítica, buscando el origen de los problemas, para detectar cualquier situación que nos pueda perjudicar, ahora y en el futuro, por tal razón nuestra visión debe ser siempre desde esa posición.

Como trabajadores y sindicalistas debemos actuar con un realismo crítico. Analizando a partir del realismo, que se diferencia del idealismo, tanto en la forma de plantear el problema crítico, como el hecho para resolverlo, partiendo de que es un examen crítico del valor del conocimiento, y asumiendo nosotros nuestra responsabilidad.

Los regímenes basados en la capitalización individual no pueden quedarse en la teoría o lo académico, debemos concretizarlos en la realidad, y tener muy presentes que los afiliados somos personas humanas, no clientes, ni mercancías, además somos los sujetos del sistema de toda la seguridad social, no objetos.

Terminada la segunda guerra mundial, Europa quedó destruida, millones de jóvenes murieron, y era necesario incentivar la procreación, y proteger a los trabajadores y sus familias. La seguridad social asumió el aumento de la población dentro del bienestar social. Así se desarrolló el llamado *Baby Boom*. El sistema de Seguridad Social marchó excelentemente los primeros treinta años, pero ahora los niños que nacieron en esa época son los pensionados y jubilados del sistema de seguridad social, lo cual ha creado un problema financiero, social y económico.



Junto con el mejoramiento de los sistemas de salud, ahora las personas tienen mayores posibilidades de vida. La situación de las pensiones es actualmente un grave problema para la economía europea. De acuerdo a la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica, OECD por sus siglas en inglés, la deuda implícita de los sistemas de pensiones estatales europeos es enorme: más del 200 por ciento del PIB en Francia e Italia y más del 150 por ciento del PIB en Alemania. Este año 2005, casi una tercera parte de la población de Europa estará jubilada.

En el ámbito regional latinoamericano, los chilenos han tenido la imaginación de crear un nuevo sistema, basado en el ahorro individual, que mientras esté en la etapa de recaudaciones será beneficioso para los que administran los fondos de pensiones. Pero, ¿qué pasará después, cuando los jóvenes que ahora hacen sus ahorros tengan la edad necesaria para una jubilación?

El mundo del trabajo ha cambiado, el empleo estable ha pasado a ser precario, parcial, temporero e informal, acompañado del desempleo y los salarios reducidos, en perjuicio del régimen contributivo.

El sistema dominicano, con mucha copia del chileno, está basado en la capitalización individual. Los trabajadores pueden continuar trabajando después de la edad legal de jubilación, pero ¿hasta qué edad? Los que se retiren a los 60 años, ¿tendrán una pensión razonable?

El 84 por ciento de los afiliados al Sistema de Pensiones dominicano tienen menos de 44 años de edad, ellos y los otros tienen el derecho de estar informados sobre donde están sus pagos y en qué se invierten.

Es notorio que en el nuevo sistema contributivo el Estado no aporta nada para las jubilaciones de los afiliados, siendo éstos los que más contribuyen a la producción, pagando impuestos y otras obligaciones.

Todos los sistemas de seguridad social, incluyendo las pensiones y jubilaciones dependen mucho de la estabilidad económica y política del país donde se aplican. Y nosotros estamos conscientes de que existen muchas tentaciones que provienen de la política y los políticos, lo cual nos obliga a estar permanentemente alerta con los fondos de pensiones, pero también el sistema bancario dominicano tiene sus debilidades, y debemos tener la mente bien despierta para proteger esos fondos.



La seguridad social dominicana tiene su antecedente en el sistema de seguros sociales, el cual tuvo un inicio similar; recaudar muchos fondos con pocos gastos en los primeros veinte años. Pero el seguro social dilapidó parte de sus ingresos en gastos superfluos, innecesarios para el sistema, quedándose sin las reservas técnicas necesarias para asegurar un sistema eficaz para sus afiliados. El Instituto Dominicano de Seguros Sociales, IDSS, quedó obsoleto, sin respuestas a los problemas y necesidades de los afiliados.

La realidad dominicana nos demuestra que el índice de evasión de los empleadores, siendo el principal evasor el Estado al retener las cuotas del seguro social, tanto la correspondiente a los trabajadores como la de ellos mismos, ha perjudicado a miles de asegurados, que no han podido disfrutar de una pensión, y no conocemos ningún sistema eficaz para frenar esa actitud desleal contra los afiliados.

Consideramos que cada afiliado debe tener una libreta, como una cuenta de ahorro, que certifique exactamente su cuenta personal. Después de llegar a la edad de 60 años todavía su pensión no está garantizada, sino que puede retirar mensualmente una cantidad de su dinero (mientras la AFP puede seguir administrando su dinero y ganando beneficios), o debe iniciar otro proceso para vender su pensión a una aseguradora.

El sistema de jubilaciones en nuestro país tiene dos modalidades, que son la del retiro programado y la renta vitalicia. En cualquiera de las modalidades la ley vigente establece que el derecho a una pensión del régimen contributivo libera al empleador de la compensación establecida en el Código de Trabajo por concepto de cesantía por jubilación o retiro, lo cual es discriminatorio.

El retiro programado es la modalidad de pensión en la cual el afiliado, o los beneficiarios, obtienen su pensión de la administradora, con cargo a su cuenta individual de ahorro para su pensión y al bono a que hubiera lugar. En este sistema el afiliado mantiene sus fondos en una AFP conservando la propiedad.

En la renta vitalicia el afiliado debe traspasar a una compañía de seguros el saldo de su cuenta individual y pierde su propiedad con la AFP, a cambio de que dicha compañía asuma el riesgo de longevidad y rentabilidad y garantice la renta vitalicia acordada. Ahí nuevamente el

Bloque III: Modalidades de Pensión: Instrumentos, Actores y Fiscalización

afiliado debe comenzar un proceso que no está claro, pues indudablemente esas compañías de seguros van a tener ganancias nuevamente de la pensión del asegurado.

¿Es una repartición entre las AFP y las aseguradoras con la jubilación del afiliado? El afiliado contrata esta modalidad de pensión directamente con una compañía de seguros de vida elegida por él, la que se compromete a pagarle durante toda su vida una renta vitalicia mensual fija, y si falleciera, pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios legales según los porcentajes que establece la Ley.

A cambio, el afiliado traspasa la propiedad de sus fondos desde su cuenta de capitalización individual en la AFP, a la compañía de seguros. Existen varias formas, de las pensiones vitalicias que son:

Renta vitalicia simple, renta vitalicia con período garantizado, renta vitalicia con cobertura adicional para un beneficiario.

Los afiliados al Sistema de Seguridad Social Dominicano requerimos de mayores informaciones en todo lo relativo a las cuentas individuales, pues la mayoría no conocen la Ley vigente, y lo que implica este nuevo sistema.

En nuestro sistema social, los gobiernos toman decisiones, también el poder legislativo, pero en muchos casos los funcionarios establecen normas, impuestos o hasta multas que vulneran todo el sistema.

Queremos felicitar a la Superintendente de Pensiones de la República Dominicana, Sra. Persia Alvarez, por el empeño que ha puesto en organizar este seminario internacional y esperamos que en el futuro los afiliados puedan continuar expresando sus criterios en estas tribunas.

Recomendamos que cualquier cambio de fondo, en el Sistema de Seguridad Social y en especial en el sector de pensiones y jubilaciones, se haga con la participación directa de los más interesados que son los afiliados, que serán los más beneficiados o perjudicados en cualquier cambio que se produzca en el sistema.

Muchas Gracias.







Bloque IV

Supervisión de Riesgo Operativo en el Sistema de Pensiones





IV.A. Riesgo Operativo: La Visión del Supervisor¹

Exposición del Sr. Juan Carlos Zepeda, Vicepresidente de Supervisión de CONSAR, México

Para la supervisión de las AFP, el tema de riesgo operativo es de interés común, ya que afecta en la administración de las cuentas individuales. Es importante definir las responsabilidades de la gerencia encargada de administrar el riesgo operativo: los comités de auditoría, riesgos e inversiones. Estos comités son las figuras que tienen en su competencia la administración del riesgo operativo, el tema es cuál será la herramienta que utilizarán, y con qué lenguaje. Pero son ellos los que van a medir el riesgo, imponer los límites y evaluar la gestión de dicho riesgo.

Este nuevo concepto es el de riesgo operativo, el cual implica, en primer término, tener una definición de tan amplio tema. En segundo término se requiere entrar a la discusión de cómo lo mido, cómo lo cuantifico, cómo mido el impacto, cuándo se materializan los eventos, y en tercer lugar, se necesita hacer referencia al tema de los límites de exposición al riesgo. Finalmente, es necesario prestar atención a los aspectos relativos a las técnicas de mitigación, eliminación o transferencia de este riesgo.

Este es un modelo general de riesgo operativo, el cual las AFP deben tener. Igualmente, la autoridad también debe tener claro qué entiende por esos conceptos, porque insisto, el tema puede ser muy abierto y ambiguo.

Ahora bien, tenemos que el riesgo operativo, sobre todo al interior de la AFP, es un elemento en el que concierne básicamente el factor humano. De ahí que históricamente las empresas han resuelto este tema creando comités de auditorías, auditores externos e internos. Éstas son figuras donde la gente está vigilando a la gente, porque al final, el riesgo operativo en buena medida es un riesgo de factor humano. En la

¹ Las gráficas y cuadros a los que se hace referencia en el texto pueden encontrarse en el apéndice.

actualidad, los bancos, las empresas, inclusive las Administradoras de Fondos de Ahorro para el Retiro, AFORE, en México, ya están introduciendo esquemas en evaluación de riesgo operativo. Esta práctica la están llevando a cabo aún antes de que la autoridad se los exija. Hay algunas otras que van rezagadas pero en buena medida podremos decir que la tendencia, inclusive para los privados, es montar estos esquemas de evaluación. Ellos ya tienen un sistema de riesgo operativo, en muchos casos sobre todo las AFP que pertenecen a un grupo financiero.

Ahora, ¿cuál es nuestro rol como supervisores? Existen tres razones por las cuales se hace necesario que tomemos un rol en el tema de riesgo operativo. La primera es por el tema de agente-principal, yo creo que es el más importante. El hecho de que los mercados de administradoras de fondos tengan las fallas tan marcadas que hemos discutido reiteradamente en AIOS, el hecho de que el trabajador no se involucre y demande un servicio y exija cuentas, le da mucho espacio al problema de agente principal. Es decir, que la AFP puede tener un interés distinto en la administración de la cartera y de los recursos. Nosotros tenemos que cuidar por los intereses de los trabajadores, cuidando el problema de agente-principal que tenemos muy marcado en la industria.

Otra razón se relaciona con el tema de riesgo sistémico. Ciertamente, una AFP no va a internalizar el daño que le puede ocasionar a la industria un problema de solvencia o de viabilidad operativa. Por último, otra razón es la relativa al pasivo contingente en muchos de los sistemas. Al final, el gobierno federal va a pagar una pensión mínima garantizada, o va a hacer frente a un diferencial para exigir una pensión de subsistencia.

Esos tres elementos justifican el que tomemos un rol activo también en el tema de riesgo operativo. Como supervisores vamos a referirnos a dos puntos, uno en el tema de gobierno corporativo, es decir, estos elementos de control que mencionaba hace un momento que ya están en las AFP. Vamos a tener que reforzar los elementos de control y ajustar la normativa para asegurarnos que el control de riesgo es adecuado, inclusive llegando al tema que mencioné al principio. Eventualmente, y porque así ya está ocurriendo en el sector bancario y es una práctica adecuada, todos los reguladores financieros, incluyéndonos a nosotros, vamos a imponer un requerimiento de capital por riesgo operativo. Esto es un tema complejo, porque ya dijimos que estamos hablando de variables de difícil cuantificación y de difícil medición, pero al final todos los supervisores vamos a llegar a imponer un requerimiento de capital, de hecho también Costa Rica lo estará instrumentando.



El Sr. Juan Carlos Zepeda habla sobre el tema Supervisión del Riesgo Operativo en el Sistema de Pensiones en presencia de los miembros de la mesa.



Público asistente al Seminario Evolución y Perfeccionamientos Recientes de los Sistemas de Pensiones de América Latina.

Entonces, ¿cómo vemos la participación de la autoridad en el tema de riesgo operativo? En la Gráfica 4.4 podemos apreciar las grandes directrices que está emitiendo la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, CONSAR, para evaluar y mitigar el riesgo de operación. Las directrices son los escalones; la autoridad participa de más a menos y las AFP participan de menos a más. Los escalones son: normatividad, estándares de mejores prácticas, políticas, directivas y estándares para el establecimiento interno de una autorregulación, y al final, procesos y procedimientos.

La CONSAR irá normando, se les va a exigir a las AFP en México que cuenten con un modelo de riesgo operativo –buena parte de ellas lo tienen. Definiremos algunos estándares mínimos, sobre todo en el tema de tecnología, y tendremos menos participación en lo que son las prácticas y los procedimientos administrativos y de operación.

En esta normativa que estamos por emitir en México a las AFP, existen algunos aspectos a destacar que se distinguen de otras normativas de riesgo operativo que yo he visto en el sector bancario, de particular interés para México y creo que pueden ser para ustedes.

El primer punto es contratación de servicios, lo que comúnmente conocemos como *outsourcing*. En México hoy día hemos tenido una gran afluencia de nuevos participantes. Las barreras de entrada son muy reducidas para operar una AFP; en parte, es gracias a que las normas participantes están aprovechando de manera importante el *outsourcing*. Se ha creado una industria alrededor de las AFP en México, la cual ofrece todo tipo de servicios: desde administración de cuenta, almacenamiento, manejo de *backup*, toda una serie de cosas. El *outsourcing* es un punto muy importante al que le vamos a dar un peso particular en nuestra normativa. Tenemos que cuidar de no perder nuestra capacidad de supervisión en el tema de supervisión operativa al momento en que se hagan esos contratos de *outsourcing*.

Otro tema importante es el de los sistemas de tecnología de información. Este es un tema de importancia para nosotros, en particular por la existencia de la empresa operadora y ciertamente un tema en el que iremos avanzando: la cuantificación del riesgo operativo.



Les comento sobre algunas mejores prácticas que hemos seleccionado en el tema de *outsourcing*. Les vamos a pedir a las AFORE, a las AFP, que cuenten dentro de sus manuales, con un manual de mejores prácticas para la contratación de servicios con terceros. No les voy a decir cómo lo hagan, pero sí les voy a exigir un manual de mejores prácticas en donde ellos deben contemplar qué hacer, un *due diligence* del proveedor que van a contratar antes de llevar a cabo un contrato con él. Deben ver la capacidad de la empresa para realizar los procesos, y se deben establecer mecanismos mediante los cuales se va a poder monitorear efectivamente el desempeño de estos proveedores.

En cuanto al contrato, una vez que se haya elegido a su proveedor, hay puntos importantes que se deben cuidar. Uno, sobre los aspectos de seguridad en la tecnología, expresamente, se debe contemplar aspectos que garanticen la seguridad de la tecnología y de la información y de la continuidad del negocio. Asimismo, otros aspectos importantes que deben quedar explícitos, son el manejo de la confidencialidad de la información y los mecanismos de salida del contrato.

Tenemos que estar conscientes que otros aspectos van a ser importantes para nosotros normar como Autoridad, en el tema de contratación de terceros, y tenemos que monitorear la concentración de servicios a terceros. Les comentaba que en México hay toda una industria alrededor de las AFP, sin embargo, un punto que tenemos que revisar y que nos preocupa ahora, es que tenemos una fuerte concentración de algunos servicios con algunos proveedores. Eso puede detonar un riesgo sistémico si no tenemos cuidado de que esos proveedores estén teniendo la capacidad suficiente para atender a estas AFORE.

Por último, un tema que estaremos normando es, que en el contrato que las AFP realizan con terceros, éstos deberán pactar el acceso a la información por su conducto, pero que se tenga la autoridad sobre la revisión de libros, expedientes, sistemas informativos. Es decir, algo fundamental es que no perdamos nuestra capacidad de supervisores, en la medida en que surgen estos contratos con terceros.

El tema de sistema de tecnología de la información, como ha sido indicado, es un tema estratégico en el diseño de la organización industrial. En México, en la empresa operadora PROCESAR, estamos en una fase intermedia porque tenemos una empresa operadora que nos

permite realizar todas las transacciones del sistema: recaudación, traspasos, retiros; es decir, opera como un distribuidor de transacciones. Pero todavía estamos en la parte intermedia donde aún no se llega a que tenga toda la administración de los saldos y de las cuentas, es decir, el *backup*.

Esto, por cuestión de eficiencia, nos va a ayudar mucho en varios frentes. En primer lugar, nos da la posibilidad de elevar considerablemente los estándares de seguridad y calidad en la parte de gestión de la tecnología, sin imponer importantes barreras de entrada; es decir, teniendo la operación en manos de una empresa que es regulada por la autoridad y cuyos dueños son las distintas AFORE. Podemos imponer estándares de seguridad elevados sin elevar las barreras de entrada al sistema, lo cual es un doble objetivo importante que se alcanza.

Estamos en ese proceso de llevar los saldos a PROCESAR, y al tiempo que haremos eso, estaremos también elevando los estándares de seguridad en la empresa. Es una parte importante del riesgo operativo, yo les diría, es la consolidación de estas empresas de operación, para al mismo tiempo elevar estándares de seguridad y mantener las barreras de entrada.

En cuanto a la cuantificación del riesgo operativo, en la normatividad les estamos pidiendo ya a las AFORE que cuantifiquen, que construyan sus bases de datos de fallas operativas. Esta es una práctica mucho más estándar de acuerdo a lo que se está haciendo en el sector bancario, y a ejercicios similares que ha hecho Basilea II.

A partir de que se emita esa nueva circular, las AFORE van a estar definiendo una metodología en la que tienen que identificar procesos, definir categorías de eventos y una metodología de cuantificación de las pérdidas que vayan ocurriendo. Con el fin de tener una base de datos en la que se puedan cuantificar las fallas operativas y de ahí poder derivar el comportamiento, la distribución y la probabilidad de ocurrencia de una falla operativa.

¿Para qué esto? Para que a partir de una distribución de probabilidad de fallas operativas se pueda determinar el valor en riesgo operativo de una AFP. La finalidad de esto es poder determinar una reserva de capital por cuestiones operativas.



En cuanto a la determinación de una reserva de capital, ese va a ser un tema complejo en donde estaremos innovando un poco en todas las superintendencias y platicando con Javier Cascante, Superintendente de Costa Rica. Actualmente ya existen algunas propuestas; creo que en el sentido de lo que está manejando Costa Rica, que es de inicio lo que se podría hacer, es que del requerimiento de capital que hoy día tienen las AFP, una porción esté reservada al 1 por ciento de activos financieros. Podemos tomar una parte de ese 1 por ciento y ponerla en función del riesgo operativo.

En tanto no tengamos medidas cuantificables, tendría que ser una medida *ad-hoc*, entonces ahí entramos al debate de si sería conveniente ponerlas aún o esperar. La base de datos nos debe llevar a una medición precisa, razonablemente precisa, del valor en riesgo operativo. La dificultad para la construcción de las bases de datos a la que se enfrentan los bancos a nivel mundial, por el requerimiento del acuerdo de Basilea II, radica precisamente en la carencia de información de fallas operativas.

Una de las opciones dentro de la gama de estrategias y prácticas que se están siguiendo, es la venta de base de datos de riesgos operativos por parte de algunos proveedores. Suena muy descabellado porque, qué relación podría tener esa base de datos de riesgo operativo con mi negocio. Estas bases de datos sí se venden en el mercado, y los bancos utilizan esta información para modelar su exposición al riesgo.

Hay otra estrategia más conservadora y con más sentido, en donde se están generando consorcios de bancos, donde un grupo de bancos entran a un club y se comparten bases de datos de riesgo operativo. Respetando el anonimato de la información, pero con disponibilidad de una tabla de frecuencia, programas de frecuencias, fallas operativas con sus cuantificaciones, entre otros.

Este tema es propicio para AIOS. Como decía al inicio de la exposición, estamos entrando simultáneamente en el tema de riesgo operativo. Considero que AIOS debe servir como un foro de consulta al respecto, en donde las superintendencias estamos entrando juntas, donde no sólo podamos compartir técnicas de supervisión, metodología de cuantificación; si unificamos criterios de base de datos y respetamos el anonimato de los supervisados, podemos compartir información de riesgo operativo para la cuantificación del mismo.

Esa es una propuesta a la que denomino "La propuesta del consorcio AIOS", y es una propuesta que le dejo a la Presidencia de AIOS y próximamente al Secretariado Técnico de AIOS; pero yo creo que el consorcio AIOS debe ser un elemento de soporte técnico y de cuantificación que nos ayude a todas las superintendencias.

Muchas Gracias.



IV.B. Comentario a la Exposición del Sr. Juan Carlos Zepeda

Daniel Marcó

Gerente de Control de Entidades SAFJP, Argentina

Panelista Bloque IV

Pretendo en esta sección hacer referencia a diez conceptos. El primero de los conceptos que pretendo destacar es que tenemos que ser conscientes desde el área de control y el área de supervisión; que sancionar no es la solución del problema, sancionar por lo general puede llevar pura y exclusivamente a aumentar costos que van a terminar en un problema mayor, y quizás en aumento de comisiones. El objetivo principal no sólo para las empresas, sino para el ente de control, es salvaguardar los intereses y derechos de los afiliados y beneficiarios del sistema, preservar la voluntad del afiliado, resguardar los fondos y proveer una adecuada atención en el otorgamiento de beneficio. Evidentemente, el viejo comportamiento dacioniano de los entes de control debería quedar un poco de lado ante esta nueva óptica, ante estos nuevos objetivos que los entes tenemos que tener.

El segundo de los conceptos es que, deberíamos distribuir en base a lo que acabo de decir, nuestros esfuerzos y nuestros recursos, la política y procedimiento de control deben mostrar un adecuado equilibrio entre lo preventivo, lo correctivo y lo sancionable. No quiero decir con esto de evaluación de riesgos, políticas preventivas y procesos correctivos que no se debe sancionar; lo que estoy diciendo es que atendamos el problema para que el mercado entienda cuál es el problema, y como se dice siempre, si no se entiende por las buenas, deberá entenderse por las malas, pero debemos empezar todos por las buenas.

El tercer concepto es que esto no es una cuestión de reguladores nada más, es un problema de regulados y reguladores, todo esto que comentaba Juan Carlos Zepeda no es una cuestión de concientización de los entes de control pura y exclusivamente; los primeros que deben entender esto son las Administradoras. Evidentemente, Juan Carlos ha mencionado una serie de factores que me permito recordar, actitud de la administración, estructura de la organización de la entidad, funcionamiento de los comités de auditoría, políticas sobre prácticas de negocios, conflictos de intereses, códigos de conductas, documentación de procedimientos y niveles de autorización de

transacciones; evidentemente, una clara definición de funciones y responsabilidades en los que debe haber entes de control.

La calidad de ambiente de control es una clara indicación de la importancia que la administración de la entidad le da a los controles establecidos y por ende al propio negocio; evidentemente, si no le dan interés al ambiente del control en un esquema de Seguridad Social, ¿qué podemos esperar entonces? ¿De que lleven una adecuada administración del fondo y que otorguen debidamente los beneficios? Esto evidentemente no puede ser ignorado por los diferentes actores del sistema.

El cuarto concepto que rescato de lo que mencionaba Juan Carlos es que es necesario contar con una herramienta adecuada para evaluar a las AFP. Muchos de los que estamos en esta sala y asistimos a diversos seminarios hablamos permanentemente de evaluación de riesgo, pero el problema es que tenemos que preparar a nuestras organizaciones y tenemos que preparar a los sistemas en los que hoy estamos con una herramienta que exceda a la gente, que no sobrevivan, que no sean personas dependientes, o sea con herramientas por escrito, objetivas, que establezcan las pautas de medición que fijen reglas claras de medición, tanto para que el mercado las siga, como para que una pueda optimizar la aplicación de sus recursos.

Ahora bien, ¿es suficiente la evaluación? No, la evaluación sola no es suficiente, es la piedra fundamental, es la base, pero además de esto necesitamos alinear en un sistema integrado de supervisión lo que es la coordinación de los integrantes en el control, a la misma AFP, al contralor interno, al auditor externo, a la Superintendencia. O sea, lo que hay que generar es una sinergia de control, una sumatoria de controles, establecer diferentes redes de contención, de detección de hechos. Les diría adicionalmente a esto, trabajar en un adecuado sistema de atención de reclamos, porque hoy se hace muy fácil detectar los problemas grandes, pero los casos individuales, sin un registro como dicen en Chile, los casos de fraude individual, son difíciles de detectar, y esas situaciones hay que compensarlas, la evaluación del control y el monitoreo, con una adecuada atención al usuario a través de un adecuado sistema de reclamo.

También es importante que no nos quedemos en la evaluación, sino que lo apliquemos en una planificación periódica que nos permita dirigir



nuestros recursos a las empresas que mayores riesgos representan. Si no, corremos el riesgo de tener que necesitar mucha gente; a veces quien ingresa por primera vez en el sistema dice que si sólo tienen que controlarse 10 ó 5 empresas y no son bancos que son cientos, no nos olvidemos que en cada caso tenemos un millón, 5 ó 30 millones de afiliados, son personas y cada uno de ellos están dependiendo de nuestra tarea de control.

Lo otro que también tenemos que trabajar es el calendario del proceso correctivo. Esto quiere decir que al evaluar y al detectar un problema lo que tenemos que tratar de hacer es ir al fondo del problema, aunque ese problema sea o no un incumplimiento, porque los riesgos no sólo provienen de lo que está regulado, los riesgos provienen del propio negocio, entonces es necesario que en cada verificación se establezca el porqué del problema, cómo se va a hacer para solucionar el problema, establecer un período de solución del problema, establecer un responsable y efectuar un monitoreo para la solución del mismo.

El sexto concepto se refiere a que es indispensable contar con personal capacitado e involucrado para evaluar una AFP y accionar en un sistema así definido. Lo que quiero decir es que muchas veces los entes de control están atados a la figura política, aquel que está viendo si un auto pasó una luz roja, entonces lo agarra y lo sanciona y le dice: sancionado por pasar una luz roja. Eso no es lo que se pretende, como decía antes, lo que tratamos es de solucionar el problema y hay que estar involucrado con esto, hay que estar metido en esto. Siempre cuento la diferencia o el caso del omelette de jamón, en donde la gallina participa poniendo los huevos pero el cerdo está involucrado, el cerdo muere en esto, entonces lo que necesitamos es que quienes participen estén involucrados.

Deben existir circuitos claros y transparentes de comunicación regulador-regulado y viceversa. Quien pone en marcha esto, si quiere optimizar realmente sus recursos, tiene que tener bien coordinado el sistema de comunicación de la Superintendencia con la administradora y a la inversa, porque si no, podemos estar analizando siete veces el mismo proceso y perdemos tiempo los que controlamos y los controlados. Es importante también que todas las observaciones que tengamos las comuniquemos; si controlamos y encontramos cosas digámoslas lo más rápido que se pueda porque si no las decimos para

qué controlamos, y nada tiene que ver esto con toda la reglamentación que existe en cada país con el tema de los sumarios y de las denuncias, lo que estoy diciendo es comuniquemos la observación objetivamente, la semana pasada en un seminario que se hizo aquí en este país también sobre el tema de auditoría, lo que decíamos era comunicación objetiva, si vemos que algo está hecho de determinada manera y entendemos que merece una recomendación, la hacemos.

El concepto 8 se refiere a que las AFP posean políticas y procedimientos que conlleven a la toma de acciones consideradas necesarias para tratar los riesgos en el logro del objetivo del sistema. Acá no podemos presuponer nada, la experiencia me indica que acá no importa si el capital es nacional, extranjero, grande o pequeño, acá, una opinión meramente personal, yo entiendo que es obligación insertar a las empresas en este sistema de evaluación, o sea, de análisis de riesgos, es importante que así lo hagamos.

El concepto 9 es que existan procedimientos de monitoreo por parte del regulado, del establecimiento y mantenimiento del control interno en la AFP, no nos tenemos que preocupar solamente nosotros, el directorio tiene que estar involucrado; no se olviden, el directorio es el cerdo, muere en esto, tiene que estar involucrado.

Finalmente, el concepto 10 nos dice que la teoría sola no es suficiente, estar convencido no es suficiente, el declamarlo no es suficiente, el escribir todo esto no es suficiente. Sólo empezar a aplicarlo se aproxima a lo suficiente, llegó el momento de dejar de hablar, llegó el momento de dejar de escribir, tenemos que empezar a aplicarlo.

Me permito dos conclusiones, acá escribir una cosa y la quiero cambiar, "no hay nada por inventar", yo creo que hay cosas por inventar, quizás diría hoy no apliquemos tiempo en inventar, apliquemos el tiempo en innovar, y de nosotros depende innovar, de lo contrario no van a venir las cosas. Y la segunda conclusión, y coincido plenamente con lo que decía Juan Carlos, AIOS tiene trabajando juntos en esta línea la gran posibilidad de otorgar un verdadero valor agregado al Sistema.

Muchísimas gracias.



IV.C. Comentario a la exposición del Señor Juan Carlos Zepeda

Lucas Gaitán

*Vicepresidente de Finanzas, Administración y Operaciones de BBVA Crecer AFP,
República Dominicana*

Panelista Bloque IV

Buenas tardes señoras y señores,

En nombre del Grupo BBVA y su filial en República Dominicana BBVA Crecer AFP, quiero agradecer la invitación a participar en este importante seminario como panelista en el tema de Riesgo Operativo. Quisiera comenzar indicando que compartimos las ideas expresadas por la CONSAR respecto a la necesidad de identificar, medir, valorar, mitigar y dar seguimiento al Riesgo Operativo que como expuso el Sr. Zepeda debido a sus múltiples beneficios tanto para cada una de nuestras empresas como para el sistema previsional de este país y de Latinoamérica en general, y a su importancia en la reducción del costo operativo a través de la eficiencia de los procesos, así como una garantía para el sistema mediante el ajuste de los requerimientos económicos y regulatorios de capital, de acuerdo al perfil de riesgo de nuestras empresas.

Dentro del modelo de supervisión planteado por CONSAR, coincidimos en la importancia del control interno de los riesgos por parte de los participantes del sistema como denomina Zepeda a las administradoras de fondos de pensiones. Como muestra de la importancia de dicho control, BBVA ha creado un marco de gestión permanente mediante la identificación, medición, valoración y mitigación de dichos riesgos, el cual presentaré más adelante.

La gestión del Riesgo Operacional es para BBVA una función prioritaria ya que la considera una herramienta para el continuo mejoramiento de la cuenta de resultados mediante la mitigación de riesgos, así como una posibilidad de optimizar la asignación de capital de acuerdo con las normativas sobre asignación de Recursos propios (Basilea II y Solvencia II), razón por la cual creó en Enero 2002 una unidad de Riesgo Operacional que tiene como objetivo la implementación de un sistema que permita la gestión del riesgo a través del establecimiento de metodologías cuantitativas y cualitativas.



Para BBVA el Riesgo Operacional es la exposición a la incertidumbre de resultados producto de eventos de naturaleza distinta al riesgo de crédito y de mercado. Por lo que la suma de esos riesgos más el operacional constituyen el riesgo total de la empresa.

A su vez el Riesgo Operacional está compuesto por dos grandes rubros:

a) Riesgo de negocio, estratégico y regulatorio se refiere a la incertidumbre de resultados por decisiones de inversión/desinversión en negocios o productos, o por cambios normativos. Ej.: La apertura de oficinas de servicios en localidades de baja producción que conlleva un alto costo operativo y bajo nivel de atención.

Por otro lado:

b) Riesgo Operacional según normas Basilea II: ve el riesgo de pérdidas producto de procesos internos, personas o sistemas inadecuados o defectuosos, o por causas externas. Ej.: Errores operativos o deficiencia en la selección de proveedores y hasta desastres naturales.

Precisemos también los conceptos de Evento y Pérdida.

a) El primero: es todo suceso que constituya la materialización de un riesgo de carácter operacional, según la definición de Basilea.

b) El segundo: se refiere al impacto negativo en resultados o en el patrimonio de la entidad, a través de los registros contables, como consecuencia de los eventos de riesgo operacional.

A su vez las pérdidas las hemos clasificado en tres tipos:

a) Pérdidas Directas o Explícitas: son aquellas reconocidas directamente en la contabilidad. Ej.: multas por incumplimiento normativo.

b) Pérdidas Indirectas o Implícitas: se refieren a los gastos incurridos para la solución del riesgo que generalmente se mezcla con temas no operacionales. Ej.: Horas extras del personal u honorarios a profesionales.

c) Lucro Cesante: definido como la pérdida de negocio o ingresos dejados de percibir. Ej.: Comisión por administración en afiliados traspasados.

Los eventos de riesgo operacional se pueden caracterizar según el impacto y la frecuencia de ocurrencia. Donde la situación ideal está



comprendida por la presencia de eventos de bajo impacto y frecuencia. Cuando los eventos sean de bajo impacto y alta frecuencia se deben gestionar para disminuir su frecuencia. Errores en la captura de información. Los eventos de alto impacto y baja frecuencia deben ser gestionados mediante planes de contingencia que reduzcan el impacto. Ej.: Desastres naturales. Pero debemos destacar que los eventos de alto impacto y baja frecuencia son los de mayor prioridad y deben ser mitigados de forma inmediata.

BBVA clasifica las causas de los factores de Riesgo según su origen, a saber:

- a) Procesos
- b) Fraude (interno y externo) y actividades no autorizadas
- c) Tecnológico
- d) De recursos humanos
- e) De prácticas comerciales
- f) De desastres
- g) De proveedores

Atendiendo la recomendación de Basilea II y de igual forma como lo presenta el Sr. Zepeda en su exposición, BBVA estableció dos etapas para evaluar y gestionar el Riesgo Operacional. La primera etapa denominada ex-ante (que utiliza métodos cualitativos) en la que se gestiona el Riesgo Operacional identificando factores de riesgo, sin que necesariamente se produzcan los eventos. La segunda etapa o ex-post (que utiliza métodos cuantitativos), en la que gestiona el Riesgo Operacional basado en los eventos ocurridos en el pasado.

Para la realización de los análisis cualitativos y cuantitativos hemos desarrollado 4 herramientas informáticas, dos de ellas para gestionar el Riesgo durante la evaluación cualitativa que son el *Ev-Ro* y el *Rep Tool* utilizadas para medir el Riesgo Operacional y el reputacional. Mientras que las otras dos se utilizan para la gestión cuantitativa: *Trans-Var* y *SIRO* donde el primero es un método dinámico de seguimiento (KRI = *Key Risk Indicator*) y el segundo es una Base de Datos histórica. Estas herramientas están siendo aplicadas o implementadas a todas las unidades o empresas que conforman el Grupo BBVA, incluyendo a BBVA Crecer AFP.



1. El *Ev-Ro*: Es un método estadístico de evaluación del riesgo operacional. Se trata de una herramienta utilizada para la identificación y cuantificación del riesgo operacional por área de negocio o soporte. La información obtenida sirve para elaborar los mapas de riesgos y como punto de partida en los procesos de mitigación, haciendo hincapié en aquellos aspectos que son más relevantes.
2. *Rep Tool*: Es la herramienta utilizada para la identificación y cuantificación del riesgo reputacional (daño en imagen) como consecuencia de otro tipo de riesgo (operacional, de crédito).
3. *Tras-Var*: Método dinámico de seguimiento mediante el uso de 22 indicadores de riesgo o variables que caracterizan los procesos de cada área, estando vinculados a las causas del riesgo operacional.
4. SIRO: Base de Datos Histórica donde se registran los eventos de riesgo operacional que tienen impacto en la cuenta de resultados. Mediante el tratamiento estadístico de estos eventos se puede obtener modelos para el cálculo de pérdidas estimadas y contraste de los métodos de evaluación.

En resumen, nuestro modelo de gestión es centralizado en lo referente a la definición de la metodología ya que la misma es definida por la unidad central de Riesgo Operacional, con sede en España, la cual además es la encargada de la implementación a nivel corporativo, seguimiento y reporte periódico, así como de la realización de los planes de formación. Sin embargo, es descentralizada dentro de cada unidad ya que el gestor de Riesgo Operacional es quien administra e implementa las herramientas conjuntamente con el comité local, quien a su vez es el encargado de la creación y seguimiento de los planes de mitigación.

Estamos de acuerdo con la iniciativa de CONSAR para la creación de un consorcio de Riesgo Operacional que tiene por objeto la supervisión y administración del riesgo en los sistemas de pensiones, aunque bajo el amparo de un consorcio mayor como ORX, para así permitir una mayor amplitud en el intercambio de información de eventos de riesgo y pérdidas; e igualar criterios con otras instituciones bancarias que gestionen activos.

Consideramos válido el planteamiento del expositor con respecto a la función de los supervisores como coadministradores de riesgos y los lineamientos establecidos en las políticas generales del Consorcio de Riesgo Operacional propuesto.



Finalmente, las conclusiones planteadas están alineadas con la necesidad de la adopción de modelos propios para el sistema de pensiones, así como la creación de las bases de datos para cuantificar el riesgo operativo al que están expuestos las administradoras de fondos de pensiones y posteriormente ajustar los requerimientos de capital, que permitirá constituir un seguro contra el Riesgo Operacional de la administración de cuentas de los trabajadores, protegiendo así los resultados financieros de las AFP que a la postre garantizan la solvencia del Sistema de Pensiones.

Muchas gracias.



IV.D. Comentario a la exposición del Señor Juan Carlos Zepeda

Javier Cascante

Superintendente de Pensiones, Costa Rica

Panelista Bloque IV

Buenas tardes. Agradezco a la Licda. Persia Alvarez y a su equipo la organización de este seminario que ha sido bastante provechoso. Señalaré algunas reflexiones que creo importantes en todo este tema del riesgo operacional.

La primera reflexión tiene que ver con todo el tema de identificación, medición y control del riesgo operacional. En muchísimas ocasiones se le ha dado particular énfasis al tema de la administración del riesgo de mercado y del riesgo financiero. Yo considero que el tema del riesgo operativo, por mi experiencia como supervisor, ha sido de igual o mayor relevancia, ya que he tenido más problemas en mi país tratando de mitigar problemas de riesgo operacional que problemas de riesgo de mercado, de riesgo financiero, sin desmeritar estos últimos. Por ello, considero que cuando vemos el tema de supervisión basado en riesgo, y de administración basado en riesgo, el tema del riesgo operacional es fundamental y sin el mismo no se puede tener una administración integral ni una supervisión adecuada de los riesgos.

Un tema adicional es que hay un elemento importante que tiene que ver con la problemática de los negocios del sistema financiero, principalmente cuando uno observa la historia de los elementos relacionados con el fraude y de los elementos de problema de los sistemas financieros. Muchos de ellos tienen que ver con aspectos de riesgo reputacional y credibilidad en el sistema previsional. Cuando hay problemas de riesgo operativo los afiliados reaccionan de una manera muy agresiva, por ejemplo, cuando no son informados acerca de su estado de cuenta o éste llega con errores, se afecta la credibilidad del sistema, por tanto, hay un importante valor agregado en todo este aspecto de riesgo operacional.

El aspecto de medición y administración adecuada de este tipo de riesgo creo que involucra tres aspectos fundamentales del negocio de las AFP y de todas las industrias del mercado financiero. En primer lugar están los aspectos relacionados con las actividades de *front office* de la entidad

administrada, o sea, todos aquellos aspectos vinculados a la relación con los afiliados, desde los aspectos meramente contractuales hasta los vinculados a los aspectos de información a los clientes y con el supervisor. En este último aspecto me refiero a la calidad y oportunidad de la información, tan importante para generar credibilidad en el sistema financiero. En segundo lugar, están los aspectos de *back office* y aquí me refiero al buen funcionamiento de los sistemas internos de operación de la entidad (tecnología, contabilidad, seguridad, custodia, por ejemplo) y los adecuados controles que permitan una rendición de cuentas transparente y oportuna de parte de los gestores. Como se observa, el tema de riesgo operativo en las dimensiones señaladas afectan los procesos de recaudación, de traspasos, y en la entrega de las prestaciones. Finalmente, está el tema del modelo de gestión de riesgos que asuman los administradores de los fondos de los trabajadores. A veces la gente no piensa en eso, pero cuando obligamos a los gestores o actores del sistema financiero a que implementen modelos de administración de riesgos, también hay riesgos en la implementación de este modelo de administración. No es solamente definir y ejecutar un modelo de riesgos, sino también interesa la calidad y consistencia técnica de tales modelos, y me refiero a suposiciones erróneas, bases de datos corruptas, problemas que puedan existir propiamente en la parte de gestión y estrategia del negocio, y obviamente en el tema del *back-office* que ya se mencionó bastante, y finalmente todo el tema del registro e imputación de los aportes.

¿Por qué vincular el riesgo operacional a los requerimientos de capital del gestor? Obviamente yo acá voy a tener una posición un poco diferente, porque no necesariamente por la trascendencia y los temas en que nos vemos involucrados los que supervisamos los sistemas de pensiones relativamente nuevos, yo no estoy tan seguro que tengamos los grados de libertad para esperarnos 5 años para levantar una base de datos y definir un modelo de supervisión de este tipo de riesgo y luego poder decir que nos pusimos de acuerdo en cuál es la mejor forma de medir el riesgo operacional.

Sin decir que no es lo deseable crear una matriz "riesgo-impacto", o que hay que abordar un problema cultural y de búsqueda de consenso, o cuestionarse cuál es la definición metodológica, y cuál es la periodicidad y relevancia estadística, sí deseo dejar claro en que esto es un tema prioritario en el que hay que actuar sin demora. En Costa Rica, hemos

empezado a levantar esta información y hemos dirigido y focalizado de alguna manera las inspecciones "in situ" a evaluar las funciones cualitativas propias del gestor. Lo anterior porque levantar información estadística es un proceso costoso. Existen fraudes, riesgos y problemas operativos que afectan la credibilidad del supervisor si no los detecta preventivamente y es por eso que nosotros simplemente no le ponemos requerimientos adicionales de capital a un gestor, sino que más bien premiamos al que hace una adecuada gestión del riesgo operacional, y en ese sentido, le decimos si tiene buen sistema de riesgo operacional sus requerimientos de capital de funcionamiento son menores respecto a otros que deben mejorar la administración de tal riesgo.

Entonces en ese sentido tres áreas son las que hemos estado preliminarmente evaluando en Costa Rica. Primero, la evaluación cualitativa del gestor (políticas estratégicas, control interno, procesos de trabajo documentados y auditables, denuncias y quejas); segundo, una evaluación del cumplimiento normativo (atención de los requerimientos de información en plazo y en calidad); y, tercero, la calidad de los sistemas de información (seguridad, servicios ofrecidos por esta vía, continuidad del negocio).

Gracias a lo anterior hemos observado los primeros síntomas de que los gestores se preocupen de un buen modelo de gobierno corporativo, para procurar limitar y de alguna manera controlar todo el problema de conflicto de intereses. No sé cómo será en República Dominicana, pero en Costa Rica generalmente las administradoras de fondos dependen de grupos financieros en donde hay bancos, puestos de bolsa, y otras entidades del negocio financiero, y entonces de alguna manera se requiere que en el manejo de esos negocios existan maneras de limitar esos conflictos, y yo creo que la adecuada supervisión del riesgo operacional ayuda en ese esfuerzo.

También esto ha implicado que nosotros como supervisor hayamos revisado todos nuestros procesos de trabajo para realizar una adecuada supervisión basada en riesgo. Nuestras guías de inspección se han revisado para incorporar desde el problema de *back office* hasta el problema de *front office*, y cuantificamos y medimos esos resultados. Todo esto se le informa al gestor y a sus Juntas Directivas y son las bases de los planes correctivos, preventivos y de supervisión y seguimiento futuros.



Adicionalmente, considero que hay un valor agregado de transparencia y rendición de cuentas. No debe olvidarse además que hay otros riesgos operativos en proceso de inversiones y formalización contractual, y finalmente, una lámina nada más de búsqueda de regulación idónea. Efectivamente, los reguladores somos muy tentados a sancionar cuando se habla de una regulación idónea. Yo creo que de alguna manera esa regulación debe estar acompañada de adecuados procesos de información para que los órganos directivos, no sólo los gerentes y administradores, se preocupen de estas cosas.

Una anécdota que quiero comentarles para finalizar. Cuando nosotros empezamos con esas evaluaciones, algunos de los gerentes de las administradoras de fondos no querían que fuéramos a hablar con sus juntas directivas, se enojaban con la Superintendencia. Sin embargo, cuando fuimos nos dimos cuenta de que la mayoría de los directores no tenían la más mínima idea de lo que el gerente estaba haciendo, no conocían sus problemas, y se había llevado al extremo el principio de delegación. Cuando les explicamos a las Juntas Directivas que no atender de forma oportuna el problema de riesgo operacional les iba a costar dinero, debido al mayor requerimiento de capital, aparte de las consideraciones disciplinarias, las cosas empezaron a cambiar y a preocuparse. Hoy más bien son las juntas directivas las que nos llaman y nos dicen que veamos cuánto han avanzado en toda la política de gobierno operativo y el control de los riesgos operacionales.

Un punto que casi olvidaba y que es relevante es el relacionado a la tentación por la co-administración por parte del regulador. Los modelos deben ser desarrollados precisamente por los gestores, es muy peligroso que un regulador le diga a un administrador de fondos que debe hacer para hacer las cosas bien. Creo que para eso los afiliados les pagan una comisión a las entidades gestoras, para que hagan bien las cosas y esto implica que deben contar con el personal idóneo para administrar bien el negocio, definir adecuadas políticas y modelos de gestión de los riesgos y en eso el supervisor debe ser respetuoso con el rol que cada quien cumple en el sistema.

Por último, está el tema de la eventual publicidad de los resultados de la gestión de riesgo de las entidades. Este es un tema que debe discutirse reposadamente. Al final de cuentas yo creo que es un tema importante y relevante a la hora de tomar decisiones por parte de los afiliados: No

se qué tanto influirá la calificación de un gestor a los traspasos de los afiliados, por ejemplo, esto hay que medirlo, pero de alguna forma mi conjetura es que en los temas de cómo reaccionan los afiliados a la información y a los precios, hay un *pecado original* ya que partimos del supuesto de que los afiliados cuentan con información y la entienden para tomar decisiones y mi experiencia en el sistema muestra totalmente lo contrario, principalmente acerca de temas tan sensibles y complejos como son los riesgos. Aquí hay otra tarea pendiente.

Muchas gracias.







Apéndice:

Gráficas y Cuadros correspondientes a
Presentaciones del Seminario Internacional

**Evolución
y Perfeccionamientos Recientes
de los Sistemas de Pensiones
de América Latina**



Bloque I

**Presentación del Sr.
Klaus Schmidt-Hebbel**





El Sistema de Pensiones Dominicano y Su Régimen de Inversiones: Diagnóstico y Desafíos

Klaus Schmidt-Hebbel

**Seminario Internacional AIOS-SIPEN sobre
“Evolución y Perfeccionamientos Recientes
de los Sistemas de Pensiones de América Latina”**

Santo Domingo, 25 de mayo de 2005

**Gráfica 1.1 - Canales de Transmisión de
Reformas de Pensiones a Crecimiento**



Cuadro 1.1 - Aumento del Crecimiento en Chile provocado por Reforma de Pensiones

Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) estiman un rango plausible de los efectos de la reforma de pensiones sobre el crecimiento en Chile a través de los tres canales identificados anteriormente

Efecto acumulado (como % PIB 2001)			
	Min.	Medio	Max.
Ahorro e inversión	0.3	1.4	4.3
Mercados laborales	0.5	1.0	1.9
Desarrollo financ. y TFP	1.2	2.2	3.6
Contribuc. total	1.9	4.6	9.8

Cuadro 1.2 - Proyecciones Macroeconómicas 2005-2007 (Fuente: Programa IMF-III, enero 2005)

Variable	2005	2006	2007
Crecimiento del PIB (%)	2.5	4.3	4.5
Inflación IPC (%)	12	9	5
Saldo Sector Público (% PIB)	-0.7	0.7	0.9
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	2.0	0.5	-0.6
Reservas Brutas BCRD (US\$ m)	1,257	1,844	2,030
Deuda Pública Total (% PIB)	49.1	48.3	45.7

Cuadro 1.3 - Regulación Actual sobre Límites de Inversión de Fondos de Pensiones en RD

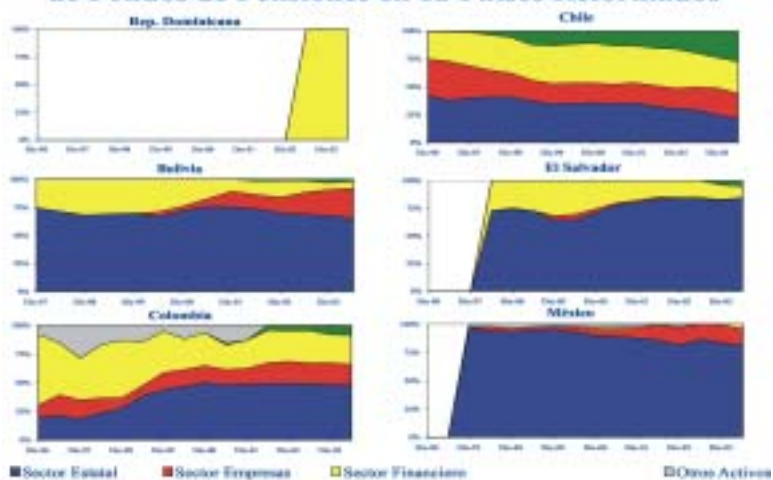
Instrumentos	Límites
Depósitos a Plazo y otros títulos de deuda emitidos por instituciones bancarias	60%
Letras o cédulas hipotecarias emitidas por instituciones bancarias	30%
Títulos de deudas de empresas	70%
Acciones de oferta pública	30%
Títulos y valores emitidos por el BNV	10%
Fondos para desarrollo del sector vivienda	20%
Títulos de gobierno y BCRD	No permitido
Títulos extranjeros	No reglamentado

Cuadro 1.4 - Regulación de Límites de Inversión de Fondos en Comparación Internacional

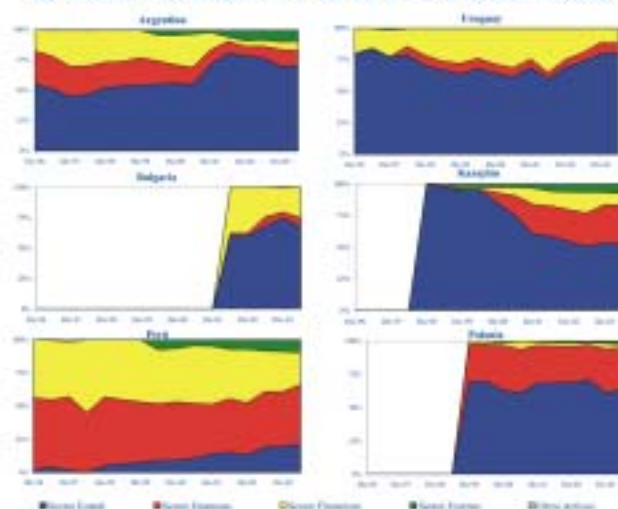
	Gobierno	Depósitos Bancarios	Bonos corporativos	Acciones	Extranero
Argentina	80%	30%	60%	50%	20%
Bolivia	100%	40%	45%	40%	50%
Colombia	80%	20%	30%	30%	10%
Costa Rica	90%	40%	30%	20%	25%
Chile*	50%	50%	70%	40%	30%
El Salvador	100%	40%	50%	5%	0%
México	100%	10%	100%	0%	20%
Perú	40%	30%	40%	35%	10%
<i>Rep. Dominicana</i>	<i>0%</i>	<i>60%</i>	<i>70%</i>	<i>30%</i>	<i>0%</i>
Uruguay	90%	30%	70%	25%	0%
Bulgaria	min. 50%	100%	100%	20%	5%
Croacia	min. 50%	15%	30%	0%	15%
Hungría	100%	100%	30%	50%	30%
Letonia	100%	100%	20%	100%	30%
Polonia	100%	20%	15%	60%	5%
Kazajistán	min. 50%	40%	100%	30%	10%



Gráfica 1.2 - Evolución de la Diversificación de Cartera de Fondos de Pensiones en 12 Países Reformados



Gráfica 1.3 - Evolución de la Diversificación de Cartera de Fondos de Pensiones en 12 Países Reformados



Gráfica 1.4 - Evolución de la Concentración de la Cartera de Fondos de Pensiones en Grupos de Países

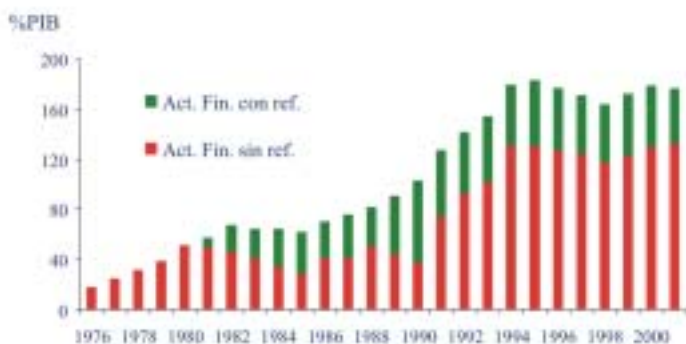
Evolución del Índice de Concentración (Herfindahl), en semestres posteriores a sus reformas



Latinoamérica 1: Perú, Argentina, Colombia y Uruguay. Latinoamérica 2: Bolivia, México y El Salvador. Europa y Asia: Kazajstán y Polonia

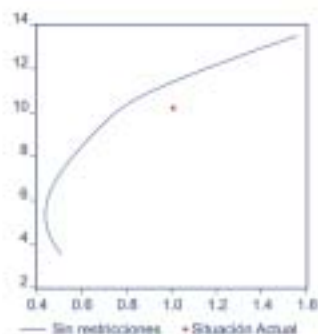
Gráfica 1.5 - Contribución del sistema de pensiones al desarrollo financiero de Chile, 1982-2003

La reforma de pensiones aportó de forma importante al desarrollo financiero en Chile (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003):



Gráfica 1.6 - Frontera de Riesgo-Retorno sin Límites en Chile

- Experiencia internacional (vista arriba): evolución gradual desde "regulación draconiana" hacia "regulación más liberal"
- Basados en metodología de Bernstein y Chumacero (2004), podemos derivar frontera de riesgo-retorno contrafactual – sin límites de inversión – para los retornos efectivos (medias, varianzas y covarianzas) observados en Chile durante 1982-2004.

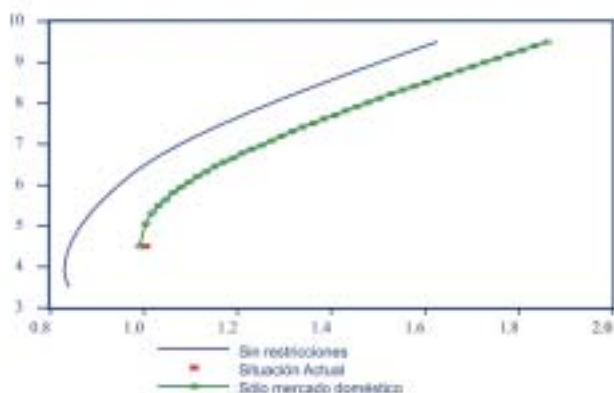


Cuadro 1.5 - Fronteras de Riesgo-Retorno para FP en RD

- Optimización de cartera lleva a las siguientes fronteras de riesgo -retorno, bajo 4 condiciones de creciente ampliación de tipos de instrumentos de inversión y disponibilidad de inversión en renta variable doméstica, considerando información de mercado de los últimos años.
- Notar que todas las combinaciones **marcadas** dominan en retorno ajustado por riesgo a la combinación actual.

Rentabilidad (%)	Cartera Actual (100-0-0-0)	Cartera Inv. Doméstica (100-30-0-0)	Cartera Realista (100-30-30-10)	Cartera Extrema (100-100-100-100)
4.5	1.00	1.00	0.84	0.84
5.0	X	1.00	0.87	0.87
6.0	X	1.09	0.95	0.95
7.0	X	1.25	1.11	1.08
8.0	X	1.47	1.32	1.27
9.0	X	1.73	1.57	1.50
10.0	X	2.00	1.84	1.75

Gráfica 1.7 - Fronteras de Riesgo-Retorno para FP en RD



Cuadro 1.6 - Carteras óptimas de inversión de FP en RD

- Manteniendo la volatilidad de la situación actual (observada en 2003-2004), la optimización de portafolio lleva a las siguientes carteras elegidas óptimamente:

Instrumento	Cartera Actual (100-0-0-0)	Cartera Inv. Doméstica (100-30-0-0)	Cartera Realista (100-30-30-10)	Cartera Extrema (100-100-100-100)
Renta Fija Doméstica	100	97.5	79.5	79.0
Renta Var. Doméstica	0	2.5	6.6	5.8
Renta Fija Extranjera	0	0	3.9	1.9
Renta Var. Extranjera	0	0	10.0	13.3

Cuadro 1.7 - Costo en Bienestar de la Concentración de Cartera actual en RD

- Manteniendo la volatilidad observada en 2003-2004, se puede calcular el costo en bienestar (riqueza equivalente) de la situación actual, en comparación con carteras más diversificadas mantenidas en el periodo 2003-2004
- Se indica el subsidio que debe pagarse a los consumidores para dejarlos indiferentes con la situación actual [y el retorno medio que se obtendría]:

Cartera Actual (100-0-0-0)	Cartera Inv. Doméstica (100-30-0-0)	(3) Cartera (100-30-30-10)	(4) Cartera (100-100-100-100)
0.00 [4.5]	0.36 [5.0]	0.95 [6.2]	1.13 [6.4]

Bloque I
**Comentarios del Sr.
David Madero**





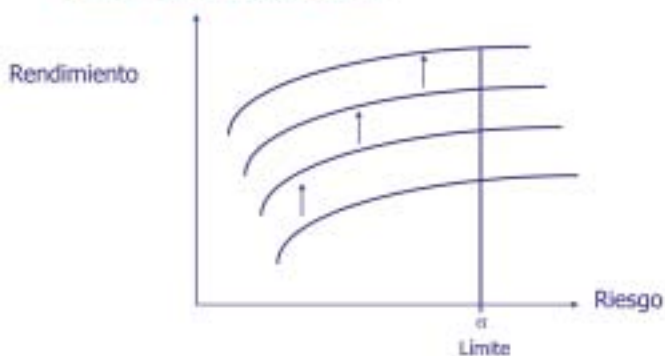
www.consar.gob.mx

Diversificación de las Inversiones



Gráfica 1.8 - El objetivo del regulador es **proveer un régimen de inversión que maximice el rendimiento a cada nivel de riesgo, sin exceder el límite permitido**

Es decir, eliminar restricciones para alcanzar la frontera eficiente más elevada posible.





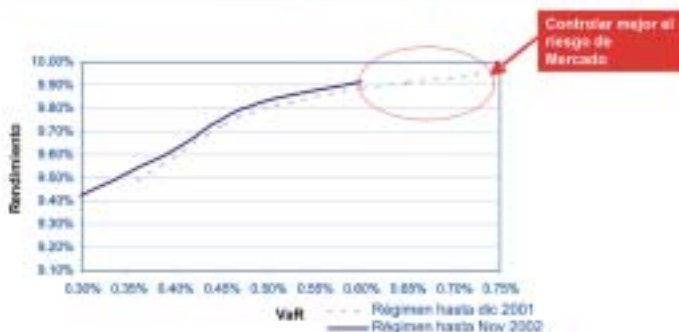
La regulación **debe basarse en líneas conceptuales claras** para permitir una adecuada diversificación

Cuadro 1.8 - Hay tipos de límites recomendables y no recomendables:

Recomendable	No Recomendable
<ul style="list-style-type: none">• Clases de activos• Calidad crediticia mínima de los instrumentos• Monedas• Tipo de operación (contado vs. derivado)• Riesgo de mercado máximo• Riesgo de concentración	<ul style="list-style-type: none">• Emisor (gubernamental vs. no gubernamental)• Cajones de asignación mínimos• Instrumentos al interior de una clase de activos (bonos bancarios vs. pagarés)• Parámetros ineficientes:<ul style="list-style-type: none">- Mínimos de inversión por instrumento o sector económico.



Gráfica 1.9 - El cambio surge como respuesta a la necesidad de **controlar mejor el Riesgo de Mercado**



El desplazamiento de la frontera no es tan fuerte debido a que a hora si se controla el Riesgo de Mercado. **El desplazamiento responde a que se eliminaron los límites a emisores no gubernamentales.**



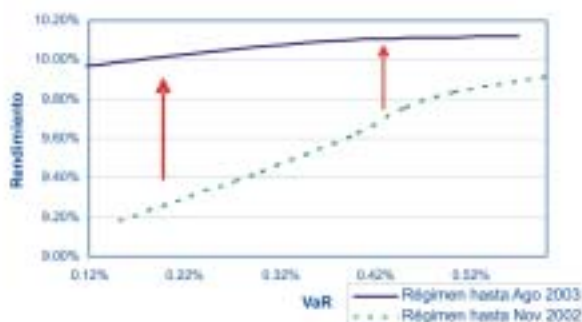
Cuadro 1.9 - Posteriormente (Nov -2002), el PPP se sustituyó por un límite de VaR (0.60% del activo total de la Siefore) y se permitió la inversión en Derivados

Dada la entrada en vigor de los derivados era indispensable controlar el riesgo vía las potenciales pérdidas (Límite de VaR) en lugar de utilizar un parámetro de duración.

Circular	15-9	15-8
Fecha	28 Dic 2001	26 Nov 2002
Mercado	Plazo Fijo (Peso) Ponderado (PPP) del portafolio total, menor o igual a 300 días	Límite de VaR (potencial de 0.60% del valor total del activo)
Límite para calificación AAA	10%	10%
Límite para calificación AA	25%	25%
Límite para calificación A	25%	25%
Límite por Emisor AAA	2%	2%
Límite por Emisor AA	2%	2%
Límite por Emisor A	1%	1%
Límite de Sindicados (Resarcimiento) entre sí	10%	10%
Límite por Banca (sólo en Instrumentos Privados)	20%	20%
Límite a Instituciones Financieras	10%	10%
Protección Inflacionaria	con 97% aplicadas a pre-fijos y flacionaria	con 97% aplicadas a pre-fijos y flacionaria
Inversión en Instrumentos Derivados	No se Permitió	Se Permitió



Gráfica 1.10 - La inclusión de los derivados contribuyó a desplazar la frontera eficiente de las sociedades de inversión



El desplazamiento de la Frontera eficiente se puede traducir en un aumento en rendimiento de hasta 80 pb.



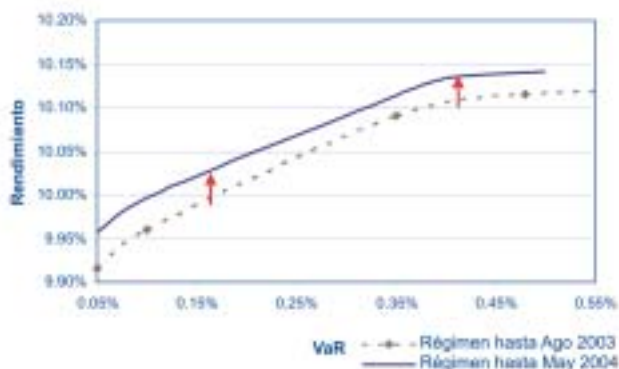
Cuadro 1.10 - Otro cambio que permite el desplazamiento de la Frontera Eficiente es la eliminación del límite de inversión del 10% en Entidades Financieras (Ago-2003)

Este cambio da la oportunidad de invertir un monto mayor de la cartera en entidades financieras y poder realizar un mayor número de Derivados OTC.

Fecha	30-Nov-2002	12-Ago-2003
Mercado	Límite de VaR Histórico de 0.05% del valor total del activo	Límite de VaR Histórico de 0.05% del valor total del activo
Límite para calificación AAA	30%	30%
Límite para calificación AA	25%	25%
Límite para calificación A	2%	2%
Límite por Emisor AAA	2%	2%
Límite por Emisor AA	2%	2%
Límite por Emisor A	1%	1%
Límite de Emisores Asociados	10%	10%
Límite por Monto Emitido en Instrumentos Financieros	20%	20%
Límite a Instituciones Financieras	10%	sin límite
Protección Inflacionaria	sin 5% utilizado o promedio inflacionario	sin 5% utilizado o promedio inflacionario
Inversión en Instrumentos Derivados	De Permiso	De Permiso

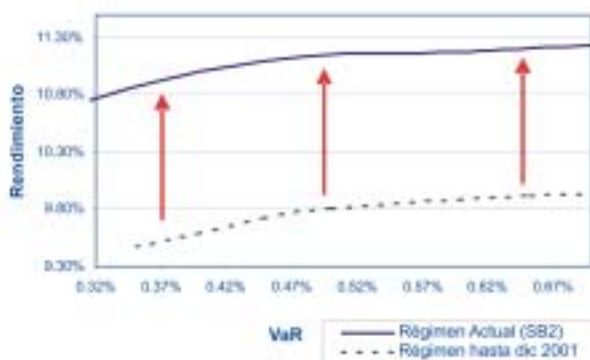


Gráfica 1.11 - Al eliminarse el límite a instituciones financieras, se puede incrementar el rendimiento básicamente por la operación con derivados OTC





Gráfica 1.13 - Al comparar la frontera eficiente inicial con la actual, se observa un desplazamiento mayor a 100 puntos base en el rendimiento asumiendo el mismo nivel de riesgo



Gráfica 1.14 - Lo anterior se traduce en un aumento en el Saldo Proyectado del trabajador de hasta el 32% con un VaR igual a 0.40%



Bloque II

**Presentación del Sr.
Salvador Alonso**





Eficiencia en los Sistemas de Pensiones:

Modelos Operativos y Organización Industrial, la Experiencia Mexicana

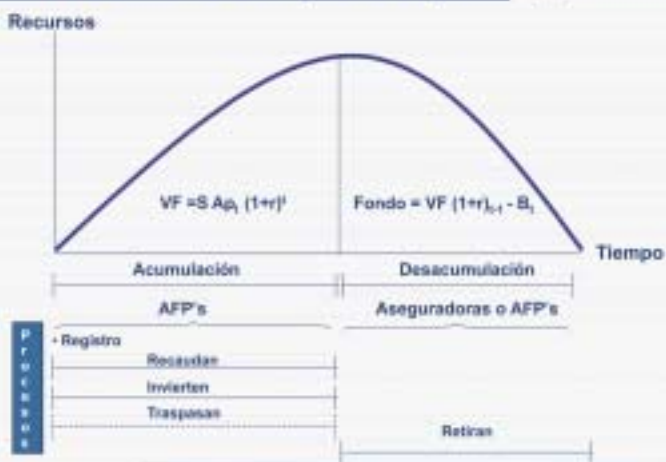
Salvador Alonso y Caloca
Sts. Domingos, Rep. Dominicana
Mayo 2005

Este documento refleja la opinión personal del autor y no necesariamente expresa la de los beneficiarios de los planes de pensiones.

Gráfica 2.1 - Esquema General de un Modelo de Pensiones



Gráfica 2.2 - Ciclo de vida típico de un producto previsional



Cuadro 2.1 - Tipos de Modelos Operativos en los Sistemas de Capitalización Individual

Los procesos operativos típicos instrumentados para este tipo de sistemas son 3:

Modelo Operativo	Ejemplo
a) Operación Independiente	Chile, Perú, Bolivia
b) Operación con Recaudador Central	Argentina
c) Operación basada en un Controlador Transaccional Central	México, República Dominicana

Gráfica 2.3 - Esquema General del Modelo de Operación Independiente

En este modelo la ejecución de los 4 tipos de transacciones genéricas son coordinadas entre las AFP's con base en referencias normativas y acuerdos de servicio.



Las AFP's garantizan la unicidad de la cuenta individual del trabajador, el cumplimiento patronal, la inversión de los recursos, el correcto traspaso de las cuentas y la aplicación de retiros.

Gráfica 2.4 - Esquema General del Modelo de Recaudación Centralizada

En este modelo se introduce en el Sistema la figura de recaudador, que coordina la facturación y el entero patronal, dejando las otras tres transacciones genéricas a la coordinación entre AFP's



Las AFP's garantizan la unicidad de la cuenta individual del trabajador, la inversión de los recursos, el correcto traspaso de las cuentas y la aplicación de retiros.

Gráfica 2.5 - Esquema General del Modelo de Operación Basada en un Controlador Transaccional Central

Este modelo se basa en la existencia de una base de datos central, desde la que se coordinan las cuatro transacciones genéricas. El operador de esta base es el garante de la unicidad de la Cuenta Individual y de la oportuna y equitativa concurrencia de todos los procesos sin atender saldos de las cuentas e inversiones.



Cuadro 2.2 - Desempeño de los distintos modelos operativos en los 4 procesos base

Duración Promedio de los Procesos en Días Hábiles

Modelo País	Registro	Recaudación	Traspasos	Retiros
I. Modelo Operación Independiente - Chile ^{1/}	15 Días	15 Días	80 Días	40 Días
II. Modelo Recaudación Centralizada - Argentina	20 Días	3 Días	40 Días	40 Días
III. Modelo Control Central - Rep. Dom.	1 Día	2 Días	5 Días	3 Días ^{2/}
- México	1 Día	6 Días	12 Días ^{3/}	3 Días

1/ Los plazos respondidos al promedio de una encuesta sobre las AFPs. 2/ Aún no ha operado.

3/ Incluye validación electrónica de firmas.

Los procesos apoyados en un operador central son más breves en tiempo que los que no cuentan con él.

Cuadro 2.3 - Esfuerzos Normativos del Regulador por Tipo de Modelo Operativo

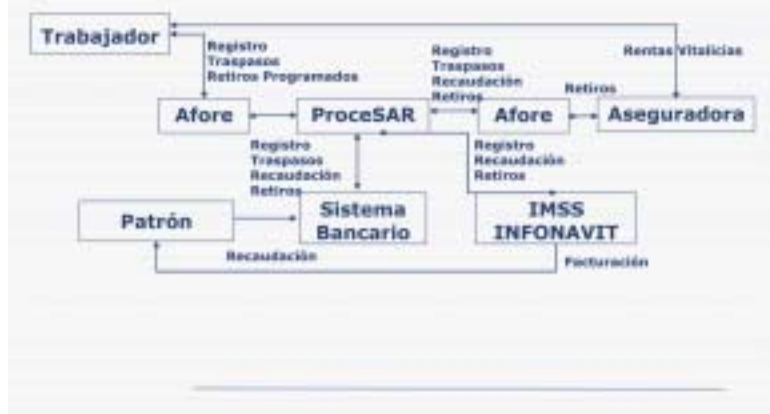
Clasificación de la Normatividad secundaria emitida por los reguladores

Modelo País	Operativos	%	Inversiones	%	Otras	%	Total
I. Operación Independiente - Chile	284	29	458	47	234	24	977
II. Operación Recaudación Centralizada - Argentina ¹	148	58	94	37	11	4	253
III. Operación Controlador Central - Rep. Dom. - México	207	21	207	21	364	38	778
	1001	73	197	14	171	13	1369

L/ Se refiere al número de Circulares (el número de reglas equivales a más de 1200).

Los esfuerzos normativos del regulador son más amplios en los países con controlador central que en aquellos de operación independiente.

Gráfica 2.6 - Modelo de Controlador Central El Caso México

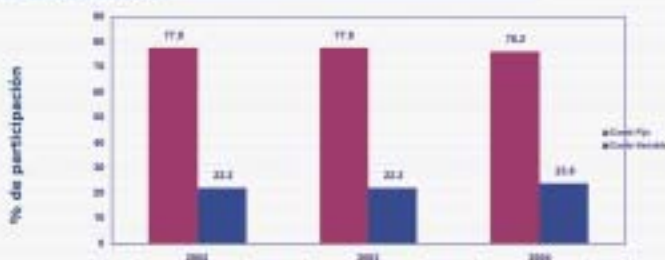


Cuadro 2.4 - Costos y Volúmenes: Efectos en ProceSAR

Concepto	Unidad	2002	2003	2004	Var % 2004/2002
Núm. de Transacciones	Miliones	426.6	460.5	497.7	16.67
Clas. Individuales	Miliones	29.4	31.3	32.4	10.20
Costo Anual	Miliones de Dts.	18.6	19.5	19.4	4.28
Costo / Transacciones	Dts	0.044	0.042	0.039	- 10.54
Costo / Clas. Individuales	Dts	0.633	0.624	0.599	- 5.39

El importante aumento en los volúmenes y modalidades operativas, no ha implicado incrementos en los dos indicadores de costos medios, por lo que desde ProceSAR, tales medidas no han presionado las comisiones al trabajador.

Gráfica 2.7 - Costos Fijos y Variables de Corto Plazo de ProceSAR



Costos	2002	2003	2004
Fijos	14.5	15.2	15.0
Variables	4.1	4.3	4.4
Total	18.6	19.5	19.4

Cifras en millones de Dts.

La alta participación de CP obtenida bajo la metodología de ABC, permite explicar porque ante el crecimiento en los volúmenes operados, los costos totales no se han incrementado significativamente, siendo, de alguna manera, evidencia de las economías a escala observadas.

Gráfica 2.8 - % CF/CT y por Proceso en ProceSAR



La revisión de la participación del CF en el CT en ProceSAR permite apreciar que en general existen condiciones vigentes de economías de escala de corto plazo en todos sus procesos.

Gráfica 2.9 - Estructura de Costos en las Afors



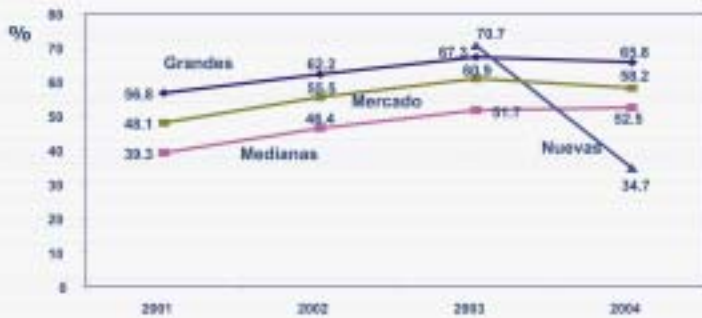
Estructura (% part.)

Gastos	2001	2002	2003	2004
Operativo	48.1	55.5	60.9	68.2
Promoción	11.7	5.4	5.8	7.4
Admon y otr	40.2	38.0	32.4	34.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Página Internet CONYSAR.



Gráfica 2.10 - Costo Operativo / Costo Total por Grupo de Afores



Afores Grandes: Banamex, Bancomer, Profuturo GNP y Santander Mexicano.
 Afores Medianas: Principal, Banorte Generali, ING, Inbursa y HSBC.
 Afores Nuevas: Azteca, Actinver e IXE.

Gráfica 2.11 - Costo Operativo por Cuenta Administrada y Grupo de Afores



El análisis de los costos operativos por grupo de Afores, muestra que, mientras más grandes y antiguas son las administradoras, mayor es el costo operativo promedio. En la nuevas, si bien tienen un menor costo, los cambios operativos incrementan más rápidamente este indicador





Bloque II

**Comentarios del Sr.
Eduardo Grullón**





Eficiencia en los Sistemas de Pensiones:

Comentarios a la Presentación del señor Salvador Alonso y Caloca sobre Modelos Operativos y Organización Industrial, la Experiencia Mexicana

Eduardo J. Grullón
 Sts. Domingo, Rep. Dominicana
 Mayo 2005

Cuadro 2.4 - Desempeño de los distintos modelos operativos en los 4 procesos base

Duración Promedio de los Procesos en Días Hábiles

Modelo País	Registro	Recaudación	Traspasos	Retiros
I. Modelo Operación Independiente - Chile ^{1/}	15 Días	15 Días	80 Días	40 Días
II. Modelo Operación Independiente - Argentina	20 Días	3 Días	40 Días	40 Días
III. Modelo Operación Independiente - Rep. Dom.	1 Día	2 Días	5 Días	3 Días ^{2/}
- México	1 Día	6 Días	12 Días ^{3/}	2 Días

1/ Los plazos responden al promedio de una encuesta obtenida de3 AFP's. 2/ Aun no ha operado.
 3/ Incluye validación electrónica de firmas.

Los procesos en Rep. Dom. son actualmente los mas eficientes en cuanto al tiempo de duración de los mismos



Cuadro 2.5 - Costos y Volúmenes: Efectos en ProceSAR

Concepto	Unidad	2002	2003	2004	Var % 2004/2002
Núm. de Transacciones	Miliones	426.6	460.5	497.7	16.67
Clas. Individuales	Miliones	29.4	31.3	32.4	10.20
Costo Anual	Miliones de Dts.	18.6	19.5	19.4	4.28
Costo / Transacciones	Dts	0.044	0.042	0.039	- 10.54
Costo / Clas. Individuales	Dts	0.633	0.624	0.599	- 5.39

- *Costo en Rep. Dom. cerca de US\$1.18 al año.
- *Con la entrada del Sistema Familiar de Salud el costo debe de bajar en cerca de un 50%.

Inclinaciones del Regulador en el Modelo Mexicano

- Planes Patronales: Se permite a las administradoras integrar planes patronales y otorgarles servicios.

- *Los planes Patronales (complementarios) existen en Rep. Dom.
- *Ahora debido a un posible exceso regulatorio pudiesen desaparecer
- *Ejemplo:

- A. Recaudo
- B. Custodia
- C. Garantías (Encaje)

- *Estos planes deben ser regidos por contratos entre la empresa y una AFP.

Bloque II

**Comentarios de la Sra.
Ligia Borrero**





EFICIENCIA DEL SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL EN COLOMBIA



Superintendencia Bancaria
de Colombia

DELEGATURA PARA LA SEGURIDAD SOCIAL Y OTROS
SERVICIOS FINANCIEROS

LIGIA HELENA BORRERO RESTREPO
REPÚBLICA DOMINICANA
MAYO DE 2005



**Cuadro 2.7 - Participación Capital Nacional y
Extranjero en AFPs - Colombia
Diciembre de 2004**

Sociedad Administradora	% Participación	
	Nacional	Extranjero
Porvenir	100.00	0.00
Skandia	100.00	0.00
Proteccion (IFC)	87.50	12.50
Colfondos (Citibank)	20.00	80.00
Horizonte (BBVA)	19.72	80.28
Santander (BSCH)	3.49	96.51
Total Participación Ponderada	58.00	42.00





Cuadro 2.8 - COSTOS DEL SISTEMA

DISTRIBUCIÓN COTIZACIÓN AFPs ▶ LEY 100 DE 1993 (Dic/02)

Porcentajes aplicados sobre el IBC

FONDO	COMISION DE ADMINISTRACION POR APORTES OBLIGATORIOS	SEGUROS PREVISIONALES	PORCENTAJE ABONADO EN LA CUENTA INDIVIDUAL
PROTECCION	1.50%	2.00%	10.00%
SANTANDER	1.56%	1.94%	10.00%
COLFONDOS	1.50%	2.00%	10.00%
PORVENIR	1.75%	1.75%	10.00%
SKANDIA	1.50%	1.99%	10.01%
HORIZONTE	1.52%	1.98%	10.00%
PROMEDIO PONDERADO	1.58%	1.92%	10.00%

Skandia inició cobrando en marzo/96 una comisión del 0.275% y seguros del 1.80%.

Comisión promedio por recaudo de seguros: 0.67% del IBC (total comisión 2.25%)



Cuadro 2.9 - COSTOS DEL SISTEMA

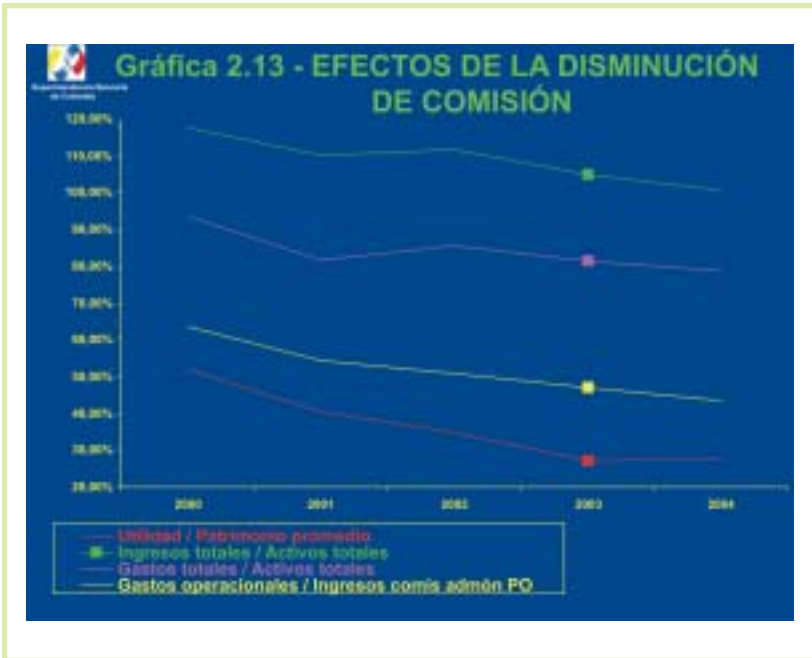
DISTRIBUCIÓN COTIZACIÓN AFPs ▶ LEY 797/03 (Mar/05)

Porcentajes Aplicados Sobre el IBC

Fondo	Comisión de administración por aportes obligatorios	Seguros previsionales	Fondo de garantía de pensión mínima	Porcentaje abonado en la cuenta individual
BBVA Horizonte	1.40%	1.60%	1.50%	10.50%
Skandia	1.41%	1.59%	1.50%	10.50%
Colfondos (Citibank)	1.49%	1.51%	1.50%	10.50%
Porvenir	1.65%	1.35%	1.50%	10.50%
Proteccion	1.75%	1.25%	1.50%	10.50%
Santander	1.78%	1.22%	1.50%	10.50%
Promedio Ponderado	1.61%	1.39%	1.50%	10.50%

Comisión promedio por recaudo de seguros (2 administradoras): 0.10% del IBC (total comisión 1.71%. Antes 2.25%).





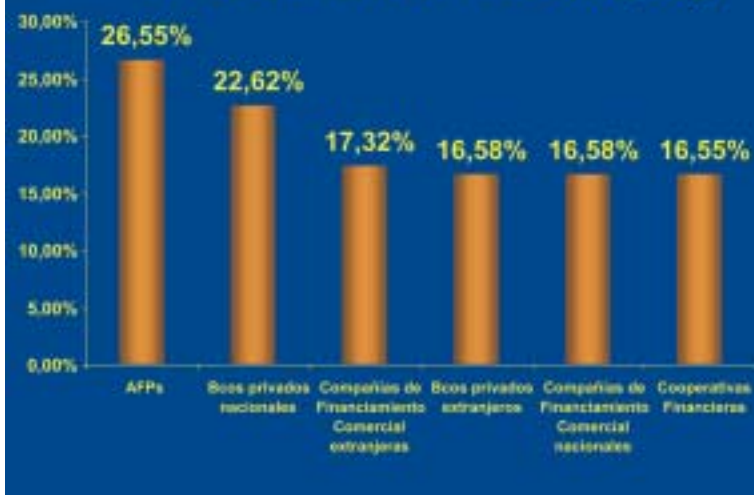


Cuadro 2.10 - OTRAS COMISIONES QUE PUEDEN COBRAR LAS AFPs EN COLOMBIA

	BASE DE CÁLCULO	LIMITE MAXIMO	SIN EXCEDER DE
Affiliados Cesantes	Rendimientos del mes	4.50%	El 50% del porcentaje cobrado a afiliados activos
Retiro programado	Rendimientos del mes	1.00%	El 1.5% de la mesada pensional
Traslados	Último IBC	1.00%	1% de cuatro salarios mínimos
Aportes voluntarios	Según AFP	No Hay	Actualmente cobran en promedio el 3.3% anual sobre el saldo de la cuenta individual



Gráfica 2.15 - Relación utilidad / Patrimonio AFPs e Intermediarios Financieros (2004)







Bloque III

**Presentación del Sr.
Guillermo Larraín**



Fase de Desacumulación: Elementos para el Análisis basado en el caso de Chile

Guillermo Larraín Ríos

Superintendente de AFP

Presidente de AIOS

Santo Domingo, 25 de mayo, 2005

1

En Chile, el sistema de AFP está en el centro del sistema de seguridad social

Gráfica 3.1 – Evolución del Número de Afiliados

(A diciembre de cada año)



2



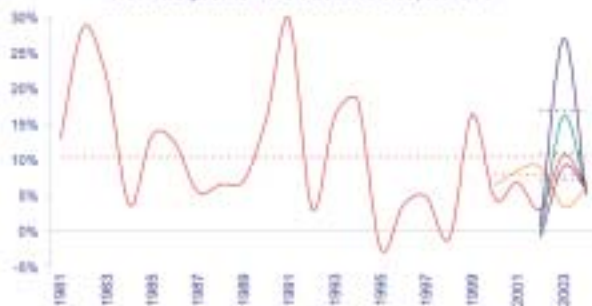
Gráfica 3.2 – Cotizantes y Cobertura Sistema AFP



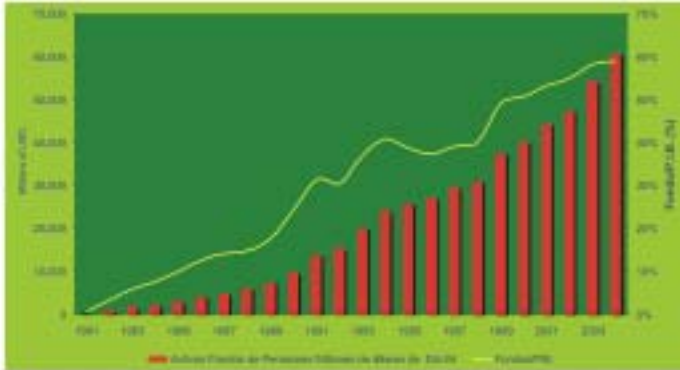
La reforma de pensiones ha sido un éxito financiero indudable

Gráfica 3.3

Retorno promedio en activos : 10,2% real



Gráfica 3.4 – Ahorro Pensional
USD 61 mil millones

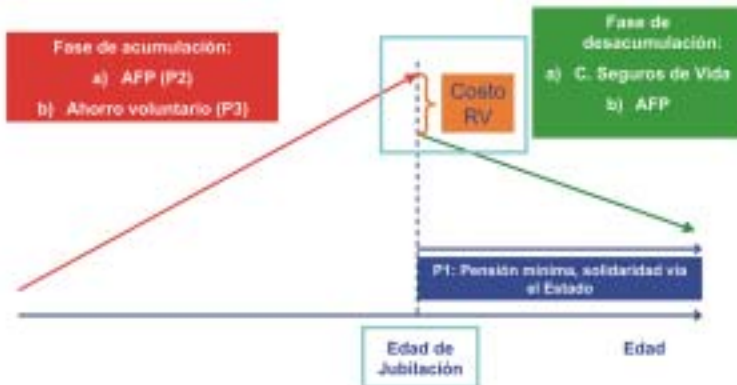


Todo esto corresponde a la fase de acumulación del sistema de pensiones... pero la plata es para gastar!

5

El sistema en su totalidad es más complejo y hay más actores

Gráfica 3.5 - Actores del Sistema



Mal funcionamiento del mercado de rentas vitalicias: muy altas comisiones

Gráfica 3.6 - Altas Comisiones en el Mercado de Rentas Vitalicias



Cuadro 3.1 - Expectativa de vida a diferentes edades

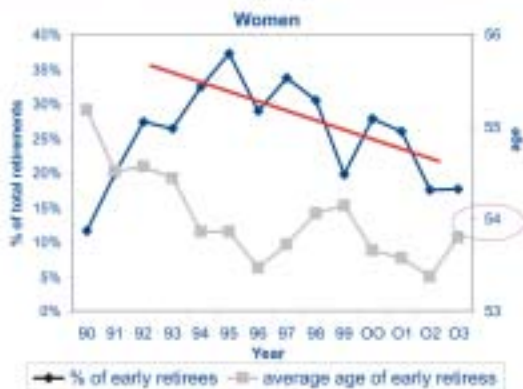
	Expectativa de vida a diferentes edades		
	55 años	60 años	65 años
Mujer	32,43	27,88	23,54
Hombre	25,83	21,62	17,66

La edad de jubilación había bajado...!!

Gráfica 3.7 – Jubilación temprana de los hombres

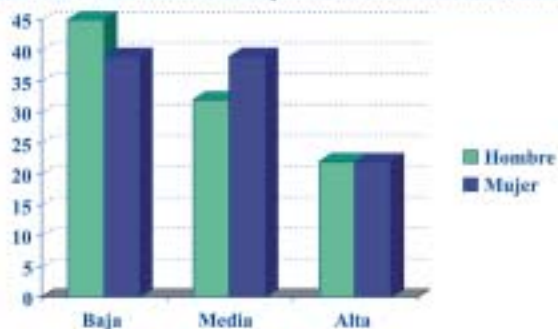


Gráfica 3.8 – Jubilación temprana de las mujeres



En el sistema previo, la gente tomaba decisiones sin información

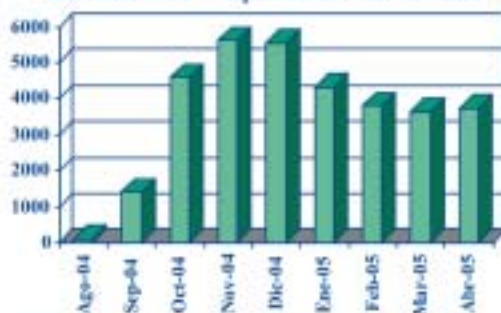
Gráfica 3.9 – Porcentaje de la Población que tomaba la decisión de Jubilación Anticipada sin información adecuada



SCOMP

Operación del SCOMP Agosto 2004 - Abril 2005

Gráfica 3.10 – Operación del SCOMP



28.767 Consultantes

32.794 Solicitudes de Ofertas

1,14 solicitudes por consultantes



SCOMP

Mayor Transparencia

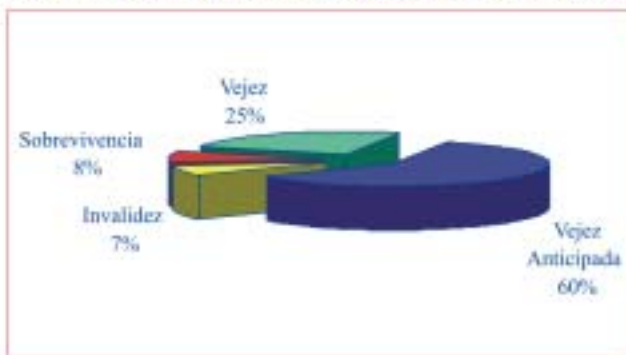
Gráfica 3.11 - CONSULTAS AL SCOMP POR PARTICIPE DE INGRESO



SCOMP

Información clara y comparable

Gráfica 3.12 – 28,593 Certificados de Ofertas Emitidos



14

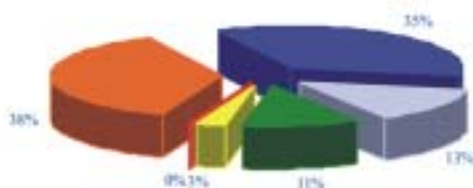


SCOMP

Decisiones más informadas

Gráfica 3.13 – Distribución de las Decisiones de Retiros

15.233 Pensiones

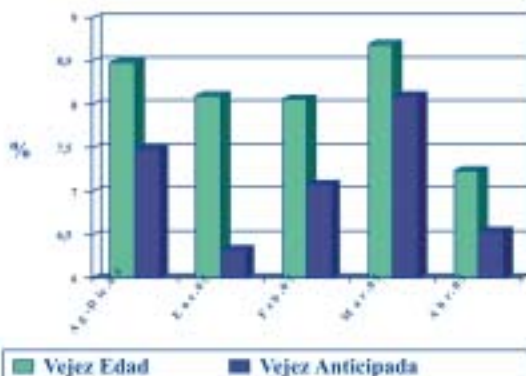


- Retiro Programado
- Renta Vitalicia Inmediata con condiciones especiales de cobertura
- Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida con condiciones especiales de cobertura
- Renta Vitalicia Inmediata Simple
- Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida Simple
- Renta Vitalicia Inmediata con Retiro Programado
- Sector 7

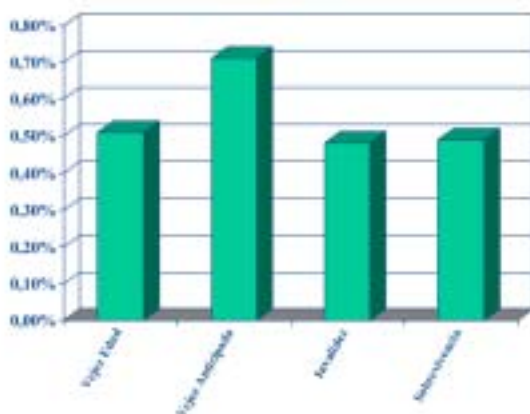
SCOMP

Mayor Competencia

Gráfica 3.14 – Diferencia entre la mayor y menor oferta



Gráfica 3.15 – Diferencia entre la mayor oferta y la oferta elegida



Cuadro 3.2 – SCOMP - Competencia

SCOMP

Código consorte 24281

Página: 4 de 4

MODALIDAD DE RENTA VITALICIA INMEDIATA

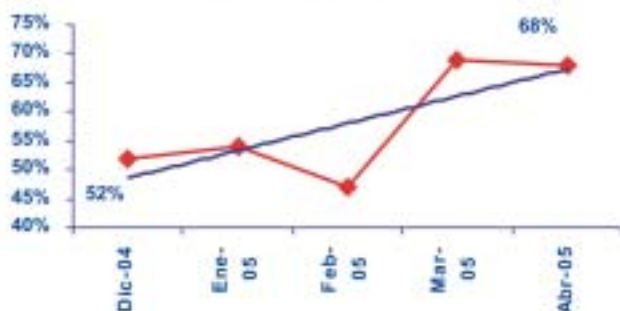
Monto del componente Eje de la Renta Vitalicia: UF 6,00 (1)

Forma Vitalicia Inmediata Simple

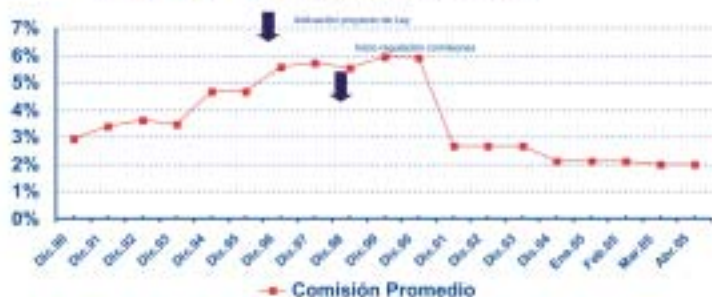
Cod. Oferta	Compañía de Seguros de Vida	Prestio Mensual Sin Escalera	Con valor de unidades				Cual. Segur. DT
			RUP=6,00		RUP=10,00		
			Prestio Mensual UF	Reserva Estimada UF	Prestio Mensual UF	Reserva Estimada UF	
14000		31,87	0,36	0,30	0,30	0,30	AA
14001		31,24	0,35	0,34	0,30	0,30	AA-
14002		31,28	0,35	0,34	0,30	0,30	AA
14003		31,28	0,34	0,34	0,30	0,30	AA-
14004		34,20	0,35	0,34	0,30	0,30	AA
14005		34,74	0,35	0,34	0,30	0,30	AA
14006		34,74	0,35	0,34	0,30	0,30	AA
14007		35,77	0,36	0,34	0,30	0,30	AA-
14008		31,38	0,34	0,33	0,30	0,30	AA+
14009		31,38	0,34	0,33	0,30	0,30	AA-

17%

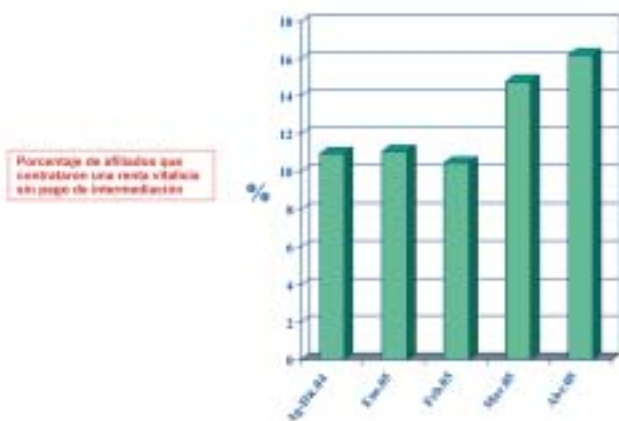
Gráfica 3.16 - Porcentaje de pensionados que opto por la mayor oferta de RV



Gráfica 3.17 - Evolución Comisiones



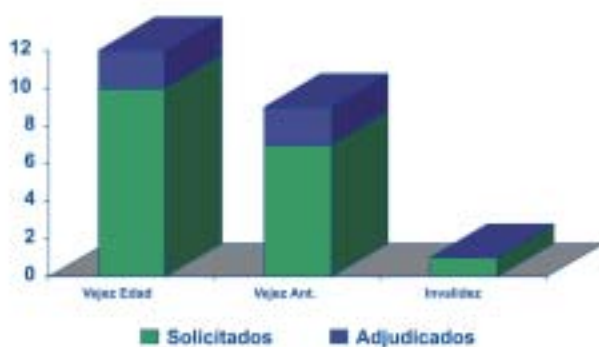
Gráfica 3.17 – Comisión Cero



SCOMP

Resta por perfeccionar el mecanismo de remates

Gráfica 3.18 - Sólo 4 Remates Adjudicados



Jubilación Anticipada

Incremento en edad de jubilación se hizo en forma paulatina

Cuadro 3.3 – Jubilación Anticipada

Periodo	% Pensión Mínima	% Renta	Forma de cálculo
19.08.04-18.08.05	110%	52%	0,3 PN + 0,7 PA
19.08.05-18.08.06	130%	55%	0,5 PN + 0,5 PA
19.08.06-18.08.07	140%	58%	0,7 PN + 0,3 PA
19.08.07-18.08.08	150%	61%	1,0 PN + 0,0 PA
19.08.08-18.08.09		64%	
19.08.09-18.08.10		67%	
A contar del 19.08.10		70%	

PN: nueva forma de cálculo del promedio
PA: forma actual de cálculo

Jubilación Anticipada

Solicitudes de Pensión Vejez Anticipada

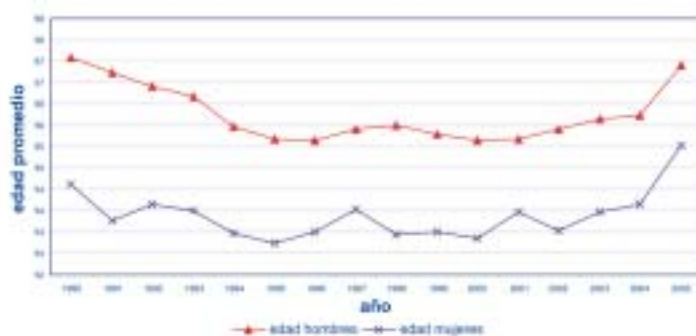
Gráfica 3.19 - Jubilación Anticipada



Jubilación Anticipada

El resultado es sorprendente: la edad de jubilación sube..

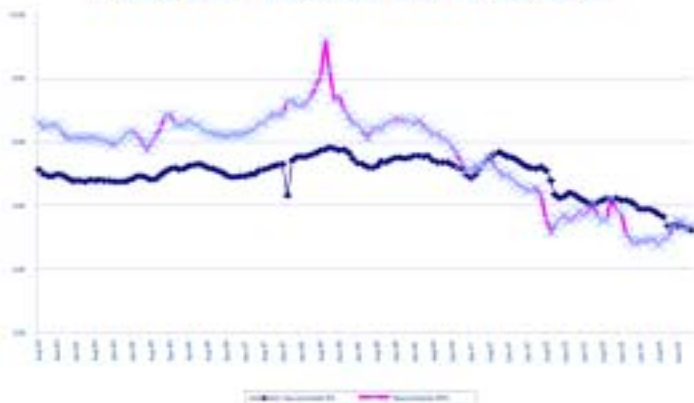
Gráfica 3.20 - Jubilación Anticipada por Sexo



Jubilación Anticipada

Evolución tasa de interés implícita Rentas Vitalicias de Vejez

Gráfica 3.21 – Evolución tasa de interés RV





Bloque III

**Comentarios de la Sra.
Lorena Masías**



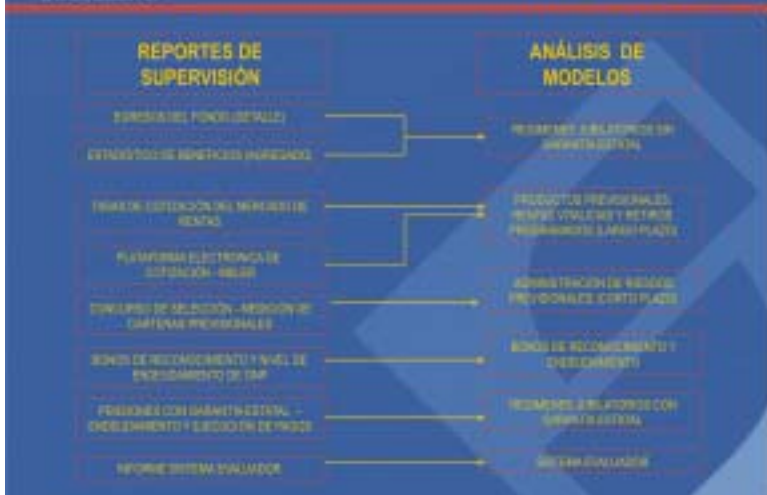


Regulación y Supervisión de Beneficios en el Sistema Privado de Pensiones Peruano

DRA. LORENA MASÍAS QUIROGA
Superintendente Adjunta de AFP
Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
Perú

Mayo 2009





Bloque IV

**Presentación del Sr.
Juan Carlos Zepeda**





Asociación Internacional de Organismos
de Supervisión de Fondos de Pensiones

Riesgo operativo: la visión del supervisor



Riesgo operativo vs. los otros riesgos

Gráfica 4.1 - Categorías de riesgo operativo



Ambiente de control y riesgo operativo

Gráfica 4.2 - Ambiente de control

- Comité de auditoría
- Contralor
- Comité de riesgos
- Auditor interno
- Auditor externo



- Miden el nivel de riesgo operativo
- Imponen límites a la exposición al riesgo operativo
- Evalúan que la gestión se lleva a cabo en apego a la normatividad interna y externa



Gráfica 4.3 - Elementos de un modelo de riesgo operativo

La administración del riesgo operativo requiere:



Visión de CONSAR

Gráfica 4.4 - Directrices de la CONSAR

Normatividad y directivas	Directivas de la Consar para evaluar y mitigar el riesgo de la operación.	
Estándares	Regulación definida por las mejores prácticas y recomendaciones.	
Políticas	Políticas, directivas y estándares, estableciendo un sistema interno de autorregulación verificado por la Consar.	
Procesos y Procedimientos	Descripción de las actividades que promuevan la autoevaluación.	







Bloque IV

**Comentarios del Sr.
Lucas Gaitán**



COMENTARIOS A LA EXPOSICION DEL SR. JUAN CARLOS ZEPEDA, PRESIDENTE DE CONSAR, SOBRE EL TEMA "SUPERVISION DEL RIESGO OPERATIVO EN EL SISTEMA DE PENSIONES"



Cuadro 1.1 - Adoptar un modelo de Administración Integral de Riesgos representa la manera más eficiente para operar la nueva estrategia de supervisión.

Nuevo Modelo de Supervisión	
Participantes	CONSAR
Control Interno	Supervisión con base en riesgos
<ul style="list-style-type: none"> • Prácticas de Gobierno corporativo. • Medición de riesgos. • Control de riesgos. • Auditoría externa. 	<p>Inspección Corroborar políticas, controles y funciones</p> <p>Vigilancia Evaluación del riesgo operativo</p>

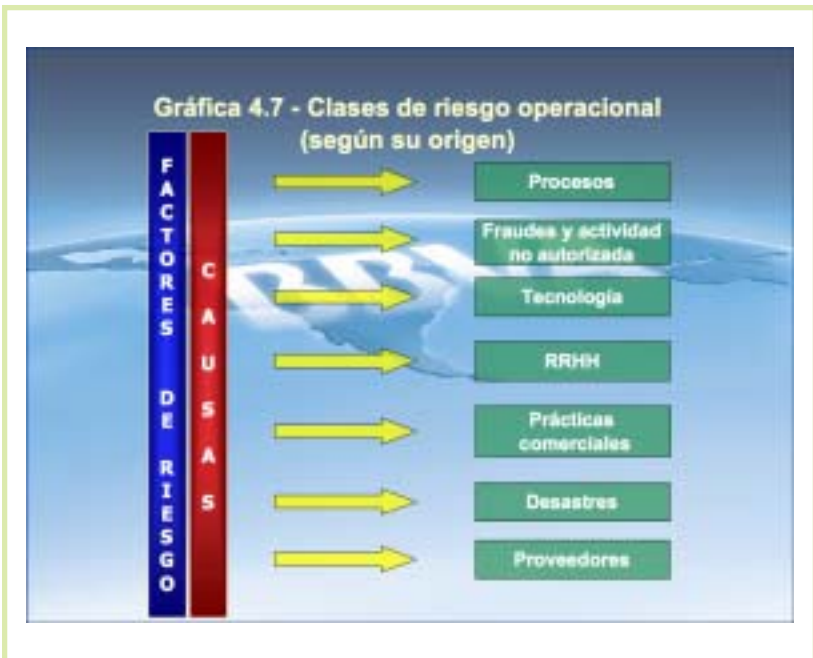


Gráfica 4.5 - Punto de Partida: Definición Interna de RO



Gráfica 4.6 - El RO provoca 3 tipos de pérdidas





Cuadro 4.2 - Ev-Ro

Detalla y prioriza factores de riesgo

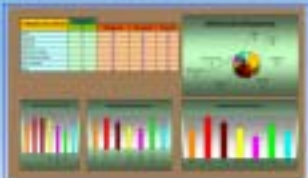


Características del Ev-Ro

- Herramienta cualitativa
- Autoevaluación
- Listado de factores de riesgo
- Estimación combinada de impacto y frecuencia
- Establece prioridades
- Incluye factores de lucro cesante
- La unidad obtiene su perfil de RO
- Ratio de Riesgo Operacional (RRO)

Cuadro 4.3 - RepTool

Factores de riesgo reputacional



Características del RepTool

- Herramienta cualitativa
- Autoevaluación
- Listado de factores de riesgo
- Estimación combinada de impacto y frecuencia (con sesgo hacia el impacto)
- Establece prioridades
- Perfil de riesgo reputacional

Cuadro 4.4 - TransVaR

Evolución temporal del RO

POR CLASES DE RIESGO	2003		2004		2005	
	1º	2º	1º	2º	1º	2º
Personas	17	17	17	17	17	17
Procesos	14	14	14	14	14	14
Tecnología	11	11	11	11	11	11
Clientes	12	12	12	12	12	12
Infraestructura	11	11	11	11	11	11
Operarios	11	11	11	11	11	11
Total	58	58	58	58	58	58
Cálculo de riesgo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Evolución Temporal

Características del TransVaR

- 22 Indicadores genéricos
- Ligados a indicadores básicos de cada unidad
- Escala maestra (de 0 a 10)
- Recogida trimestral de datos
- Evolución temporal del RO
- Señales de alerta
- Naturaleza predictiva (causas)

Cuadro 4.5 - SIRO

Eventos (pérdidas) de Riesgo Operacional

DISTRIBUCIÓN DE PÉRDIDAS POR CLASE

Características del SIRO

- Herramienta cuantitativa
- Convierte la contabilidad en una base de datos de eventos
- Ámbito local / global
- Acceso por intranet
- Visión por área de negocio/soporte y clase de riesgo
- Integrado con bases de datos externas (ORX)
- Información histórica desde Enero 2002



Cuadro 4.6 - Para desarrollar criterios detallados y estandarizados para los supervisores y administradoras en los sistemas de pensiones es conveniente contar con un **Consortio de RO**

Finalidad

- > Establecer un foro apropiado para la discusión de los problemas propios de la supervisión.
- > Coordinar las responsabilidades de la supervisión.
- > Asegurar una supervisión efectiva y estandarizada: guía para la identificación, valoración, manejo, reporte y supervisión del RO.
- > Intercambiar información relevante para mejorar la evaluación del RO y el cálculo del capital regulatorio.
- > Definir una metodología para el cálculo de var operativo.
- > Crear una base de datos del Consortio.
- > Contar con una estrategia para la asignación del capital.



Cuadro 4.7 - La supervisión dejará de tener una función de policía para convertirse en un Coadministrador de riesgos.

Inspección	Vigilancia	Control
Confirmar y analizar la información sobre la situación operativa, administrativa, de control interno y de administración de RO.	Ejercer permanente y concretamente la formación, funcionamiento y desarrollo del objeto social de los vigilados. Se centra en la matriz de riesgo operativo.	Vigilar que con el uso de las herramientas de control interno, identificará y corregirá sus deficiencias.





Cuadro 4.8 - Políticas generales del Consorcio de RO:

Funciones	Lineamientos
<p>Establecer Estándares Internacionales de:</p> <ul style="list-style-type: none"> -> Auditoría Internacional. -> Control Interno. -> Administración de Riesgo operativo. -> De Supervisión 	<p>El Consejo no constituirá una autoridad supranacional en materia de supervisión.</p> <p>Sus conclusiones y recomendaciones no tendrán fuerza legal.</p> <p>Establecer criterios para la construcción de una base de datos del Consorcio.</p>
<p>Intercambiar información de las bases de datos de pérdidas.</p>	<p>Tener un acuerdo de confidencialidad para el intercambio de información.</p>







Av. México No. 30
Correo Electrónico: info@sipen.gov.do
Web: www.sipen.gov.do