

MODIFICACIÓN AL SISTEMA DE PENSIONES: ¿FONDOS DIFERENCIADOS? *

María Victoria Castillo

En los últimos cinco años han surgido variadas proposiciones de reforma al sistema de pensiones chileno. Con el fin de proporcionar bases para la discusión de esta materia, el presente estudio examina una de esas proposiciones: la de que haya fondos de pensiones diferenciados según distintas combinaciones de riesgo/retorno esperado, que para afiliados de diversas edades e ingresos podrían resultar más convenientes que los fondos actuales. El estudio analiza dos requerimientos legales que tienden a incentivar el “comportamiento de manada” que se reprocha a los fondos de pensiones chilenos: la obligación de arrojar una rentabilidad mínima y los límites de inversión y, concluye que, en rigor, ni uno ni otro de tales criterios acotan los riesgos del fondo. El desafío que surge, en consecuencia, es diseñar un método para evaluar y calificar el riesgo de cada cartera como un todo.

Reconociendo que lo anterior presenta serias dificultades, el estudio recomienda considerar paralelamente medidas complementarias, pero

MARÍA VICTORIA CASTILLO. M.A. en Economía, Institute for International Studies, Ginebra, Suiza. Consultora financiera. Profesora de Economía Monetaria en la Universidad Finis Terrae. Ex gerente de Instituciones Financieras, Banco Central de Chile.

* Trabajo presentado en seminario realizado en el Centro de Estudios Públicos el 29 de mayo de 1996.

La autora agradece los valiosos comentarios de Augusto Iglesias, Rodrigo Vergara y Horacio Carmona. Por cierto, ninguno de ellos es responsable de las imprecisiones que contenga el trabajo.

Estudios Públicos, 63 (invierno 1996).

nunca sustitutas, a la plena diferenciación de los fondos. Por ello, el trabajo explora la factibilidad y forma en que se podría implementar una serie de modernizaciones, tanto en el sistema de pensiones en particular, como en el mercado de valores en general.

1. Introducción

La literatura internacional sobre sistemas de pensiones publicada en el último lustro hace amplias y numerosas referencias al sistema chileno, destacando su transparencia, sencillez y su exitosa implementación (Vittas 1993; Vittas e Iglesias, 1992), la que ha servido internacionalmente de modelo. Al mismo tiempo, se critican dos de sus rasgos muy propios: la uniformidad de los fondos, que en última instancia actúan como si se tratara de uno solo¹, y sus altos costos operativos (Vittas, Diamond, 1994).

A raíz de esas críticas, y vistas la creciente madurez y experiencia del sistema de pensiones chileno, han surgido variadas proposiciones de reforma al mismo (Montt, 1992 y 1994). Nuestro interés en este estudio es, en primer lugar, examinar una de ellas, específicamente la de crear “fondos alternativos con diversos grados de seguridad/rentabilidad que (...) atiendan a los afiliados (...) según el ciclo de vida (ej.: los jóvenes tendrán mayor propensión al riesgo bursátil que los adultos próximos a jubilar)”².

En los comienzos del nuevo sistema de pensiones se afiliaron a él los trabajadores jóvenes que habían cotizado poco en las antiguas cajas de previsión, más todas las personas que recién se incorporaban a la fuerza de trabajo. Lo relevante, entonces, eran la seguridad y la rentabilidad de los fondos; pero hoy, casi quince años después, una parte creciente de los afiliados ya no son jóvenes (o al menos, menores de 40 años), y el sistema empieza a pagar pensiones en forma cada vez más significativa respecto de los flujos de aportes. La preocupación inicial por la seguridad y rentabilidad de los fondos, ya bastante probadas, da paso ahora a la inquietud por la exposición de las actuales carteras de inversión a la volatilidad bursátil y de mercado y el efecto que ésta, dada la modalidad de cálculo de las pensiones,

¹ O “comportamiento de manada”, como lo llaman Vittas e Iglesias.

² Montt, (1992), p. 30. Esta misma proposición está en Vittas (1993, p. 23), que sugiere la creación de tres tipos de fondos: invertidos mayoritariamente en acciones, en bonos y en instrumentos de intermediación monetaria. En este trabajo se hace referencia sólo a los dos primeros, por razones de claridad y, sobre todo, porque no se advierte la conveniencia de que haya fondos de pensiones con una inversión significativa en instrumentos de corto plazo, como son los de intermediación monetaria.

tiene sobre las condiciones de retiro de los trabajadores. La preocupación por la mayor diferenciación de los fondos es muy lógica si se piensa que el sistema chileno se encamina a su madurez (incurre progresivamente en más pasivos por concepto de pago de pensiones), y por eso la rentabilidad de los activos adquiere una importancia mayor que la del crecimiento del patrimonio por aportes de capital. Dicho de otro modo, para los pasivos en que irá incurriendo un fondo que madura, los instrumentos de renta fija ofrecen mejores posibilidades de calce en plazos, por ejemplo, o tasas o duraciones, que los instrumentos de renta variable.

Lo que se propone, en consecuencia, es que a diferencia de lo que acontece hoy, es que haya fondos de pensiones diferenciados según distintas combinaciones de riesgo/retorno esperado, los que para diversos segmentos etarios y de ingresos podrían resultar más convenientes que los fondos actuales. Se da por entendido que los trabajadores jóvenes elegirían fondos que asuman más riesgo, porque tienen más tiempo que los afiliados mayores para resarcirse de posibles pérdidas; y así quienes están próximos a pensionarse preferirían cambiar probabilidades de mejores rentabilidades por mayor seguridad respecto del valor de su pensión y, por lo tanto, optarían por un fondo invertido en mayor proporción en títulos de menor riesgo. Dado que las posiciones en títulos de renta fija disminuyen la exposición al riesgo de las carteras, y las de acciones tienden, en general, a incrementarla, se supone que los trabajadores jóvenes se inclinarían por fondos “accionarios”, y los mayores, por fondos cuyas tenencias relativas de bonos y otros títulos de deuda fueran superiores a las de los fondos accionarios³.

Entenderemos que no se trataría de fondos polarizados, es decir, invertidos exclusivamente en uno u otro tipo de títulos; en este trabajo se usará el término “diferenciados” para aludir a fondos de pensiones invertidos en proporciones significativamente distintas de títulos de deuda y de capital (pero no únicamente); la ventaja de los fondos así diferenciados, en relación a los que sólo tuvieran títulos de renta fija, es que podrían esquivar de mejor manera la volatilidad de la bolsa o de la de tasa de interés⁴.

³Hay que evitar llamarlos “fondos de renta fija”, porque el sistema de pensiones chilenos es del tipo denominado “de aporte definido” (*defined contribution*) y no “de prestación definida” (*defined benefit*); y por no inducir la errónea idea de que tales fondos (los de aporte definido) pueden prometer un determinado retorno, aunque estén invertidos en renta fija.

⁴No hay consenso en que ésa deba ser la diferenciación, si la hubiere. Augusto Iglesias, por ejemplo, se inclina porque haya sólo dos tipos de fondos: unos con inversión accionaria y otros exclusivamente de renta fija, siempre que ésta fuera de corto plazo, o más técnicamente, de instrumentos de baja duración (sensibilidad del precio del título a la tasa de interés), que ciertamente lo independizarían en buena medida del ciclo económico. Con todo, su rentabilidad de largo plazo sería menor que la de una cartera que también incluyera acciones.

También entenderemos que, cualquiera sea su composición, todos los fondos buscan *diversificar* el riesgo de sus respectivas carteras al invertirlas en valores cuyos retornos tengan poca o ninguna correlación estadística entre sí⁵, e incluso correlación negativa, según sus oportunidades y orientación al riesgo. Para fines analíticos, la proposición sería que hubiere sólo dos tipos de fondos, uno más accionario que el otro, en lugar de algún continuo de combinaciones posibles.

El objetivo de este trabajo es analizar la factibilidad y eventual manera de implementar la referida proposición en el sistema de pensiones chileno, teniendo en especial consideración las ya citadas ventajas y desventajas de éste (transparencia, simplicidad, competitividad, costos) a fin de proporcionar ciertas bases y consideraciones para la discusión de esa materia. El estudio no pretende otra originalidad que el esfuerzo de sistematización de los temas tratados; no ha inventado las medidas que aquí se recomiendan. Se centra en una de ellas, aunque termina, por fuerza, analizando todas las que se han propuesto y sugiriendo una prioridad para las modificaciones a implementar.

El trabajo se organiza de la siguiente manera: luego de esta primera sección introductoria, la segunda sección reseña aquellos rasgos o atributos propios del sistema de pensiones chileno que dan el marco general al tema que aquí se trata; en la literatura consultada hay consenso en que los incentivos para el comportamiento de manada de los fondos de pensiones provienen principalmente de dos requerimientos legales a los fondos de pensiones: de la obligación del sistema de arrojar una rentabilidad mínima y de los límites de inversión. Se analiza, en consecuencia, la racionalidad de imponer tales criterios y su efecto sobre el comportamiento de manada que se reprocha a los fondos de pensiones chilenos, y se concluye que, en rigor, ni uno ni otro de tales criterios acotan, como se supone, los riesgos del fondo (variabilidad de la cuota). El desafío que surge, entonces, es diseñar una vara de medición o comparación de fondos que no produzca los efectos indeseados del criterio hoy vigente, es decir, habría que diseñar un método para evaluar y calificar el riesgo de cada cartera como un todo.

Reconociendo que lo anterior presenta dificultades y desafíos muy considerables y, por tanto, no se va a dar antes de un mediano plazo, podrían considerarse entretanto, o mejor dicho paralelamente, medidas complementarias, pero nunca sustitutas, a la plena diferenciación de los fondos. La primera de esas medidas sería flexibilizar los límites de inversión, de modo que

⁵Desde luego, la diferenciación (de las carteras) no necesariamente implica diversificación (de riesgos), ni viceversa. Nótese que el término “diversificación” se ha reservado aquí exclusivamente a la dispersión del riesgo, como se define en el texto.

efectivamente los fondos previsionales chilenos puedan diferenciar sustancialmente sus respectivas carteras de inversión. En consecuencia, la tercera sección del trabajo explora la factibilidad y forma en que se podrían implementar al menos dos tipos de fondos diferenciados, así como las principales ventajas y desventajas de tipo operacional que ello involucraría.

La cuarta sección recomienda una serie de modernizaciones que se podrían llevar a cabo en el sistema de pensiones en particular y en el mercado de valores chileno en general, ya sea como complemento o como sustituto de la proposición de fondos diferenciados, sin entrar en detalles sobre cada una de esas modernizaciones. El estudio finaliza con la bibliografía consultada, cuya disponibilidad en cuanto a diferenciación de fondos es escasa.

2. Algunas características del sistema de pensiones chileno

Cuando el sistema de pensiones fue puesto en marcha en 1981 lo substancial era, como se ha dicho, la seguridad y confiabilidad de los nuevos fondos de pensiones, y por éstas y otras razones se diseñó un sistema comparativamente simple, competitivo y transparente. Reforzando tales características, el DL 3.500, que norma el sistema, incluyó entre sus disposiciones las siguientes:

- cada afiliado puede cotizar en una sola AFP (art. 2) y cada AFP administra un único fondo de pensiones (art. 23);
- los trabajadores pueden afiliarse al fondo de su elección, y cambiarse, si lo desean, a otro fondo⁶ (art. 32);
- las cuotas en que están expresados los fondos se valoran diariamente al precio de mercado de sus inversiones (art. 35);
- un mecanismo que propende a una rentabilidad relativa mínima para todos los fondos de pensiones (art. 37);
- límites de inversión por instrumento y por emisor, obligatorios e iguales para todos y cada uno de los fondos (arts. 45 y 48).

El comportamiento colectivizante o de manada de los fondos de pensiones, es decir, el hecho de que todos y cada uno actúan igual a todos los demás, se observa particularmente y tiene sus costos más evidentes, en la composición casi idéntica de sus respectivas carteras de inversión. Esto

⁶Esto es lo que se denomina “portabilidad” (total) de la cuenta de capitalización individual.

se debe en buena medida a la disposición legal que establece límites de inversión, es decir, una diversificación de inversiones única para todos los fondos, a raíz de lo cual la composición de carteras sólo puede variar dentro de, literalmente, estrechos rangos, fijados por ley. Pero eso no aclara, o no explica por sí solo, el comportamiento imitativo o de manada. Los incentivos para éste provienen de la obligación del sistema de arrojar una rentabilidad mínima, y prácticamente la totalidad de los autores ya citados la critican en ese sentido.

El artículo 37 del D.L. 3.500 señala que las AFP son responsables mensualmente de que la rentabilidad real de los últimos doce meses del fondo que administran no sea menor que la que resulte inferior entre

- la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos, menos dos puntos porcentuales, y
- el 50% de la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos.

El citado artículo 37 indica que la referida rentabilidad mínima está asegurada por los mecanismos establecidos en los artículos 38, 39, 40 y 42 del DL 3.500, que se refieren a la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad (RFR), el Encaje de la AFP y la Garantía Estatal (GE). Todo el mecanismo de rentabilidad opera de la siguiente forma:

- supóngase que en un mes A cualquiera, un fondo obtuviera un retorno de 3%, en circunstancias que la rentabilidad real promedio del sistema durante los últimos doce meses fue 5%. Esto obliga a la AFP que administra ese fondo a hacer uso de su Reserva de Fluctuación de Rentabilidad; ésta es la que debe constituir una AFP con los excesos reales de rentabilidad que el fondo que administra haya tenido en el año por sobre la del sistema, calculados también de la forma dispuesta en el artículo 37 del DL 3.500.
- si no hubiera constituido dicha RFR o el saldo de ésta no alcanzara para cubrir la menor rentabilidad del fondo en ese mes A, la AFP recurrirá a su Encaje⁷. El encaje equivale al 1% del valor del fondo y es de propiedad de la AFP.
- si aún el encaje fuera insuficiente, entra en operación la Garantía Estatal, y, cumplidos ciertos plazos, se disuelve la AFP.

⁷Adviértase que la AFP se hace cargo del riesgo de una caída de la rentabilidad del fondo, pero no puede apropiarse de los beneficios de un aumento en ésta por sobre el promedio; tampoco puede hacerlo el fondo.

a) Racionalidad del criterio de rentabilidad mínima

En general, en la literatura revisada para este estudio no hay un análisis de la racionalidad del criterio de la rentabilidad mínima. Vitas e Iglesias (1993, p. 31) hacen un comentario susceptible de aplicarse en esta situación, con las mismas y muy atendibles salvedades que ellos plantean: “El sistema de pensiones tiene varias características de servicio público que podrían justificar la intervención [del Estado], no sólo en cuanto a normar límites de inversión, sino también precios y utilidades. Sin embargo, tal intervención sería aconsejable sólo si la amenaza de entrada de potenciales competidores no logra mantener precios y utilidades a niveles competitivos. Como ya se ha visto, los cuantiosos recursos de las AFP en los últimos años han despertado el interés de cuatro nuevos competidores”. Así, las intervenciones normativas se justificarían para reforzar la competitividad del mercado e imponer por esa vía valores máximos a determinadas variables. Cabría, entonces, examinar hasta qué punto el criterio de la rentabilidad mínima se ajustaría a ese contexto.

En la publicación ya citada, la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) señala (pp. 199-120) varias razones para la exigencia de una rentabilidad mínima, que no parecen muy convincentes o incontrovertibles. De hecho, la propia Superintendencia hace algunas consideraciones al respecto. Las razones más importantes que menciona son las siguientes:

- a. ofrecer pensiones “razonables” en relación a la remuneración imponible;
- b. disminuir el costo de la garantía estatal de pensión mínima;
- c. generar un portafolio de referencia en el sistema de AFP. Bajo ciertas condiciones, la rentabilidad mínima podría contribuir a la formación de portafolios de referencia que sirvan de guía para los administradores con menor experiencia relativa.

Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia reconoce que “probablemente, una de las razones de mayor peso para la existencia de una rentabilidad mínima es la necesidad de resguardar la seguridad de los ahorros previsionales. Además, esta garantía formó parte de las reglas del juego iniciales del sistema; por lo tanto, debió haber sido considerada por los trabajadores al momento de decidir traspasarse a éste. Es decir, la mantención de algún mecanismo de seguro de rentabilidad es importante para preservar la confianza”.

Si bien es cierto que tal garantía puede haber sido importante para apoyar la puesta en marcha del sistema, también es efectivo que hoy ése ya no es el caso. Así, el rol que hoy cumple el criterio de cálculo de la rentabilidad mínima es facilitar la fiscalización (al proporcionar una vara de medición y comparación entre AFP) y, en principio, evitar que éstas asuman conductas, presumiblemente muy riesgosas, que lleven la rentabilidad y seguridad del fondo fuera de los rangos fijados. ¿Por qué en principio? Porque en estricto rigor el criterio de rentabilidad mínima no se basa en una definición y medición de riesgos, y mal puede, entonces, orientarse a la minimización de éstos.

Sea como fuere, la misma SAFP admite que el criterio de la rentabilidad mínima “genera algunos efectos no deseados”, y menciona la “tendencia a la homogenización de portafolios”, lo cual “restringe la diferenciación de productos, vale decir, que los afiliados al sistema tienen una variedad de portafolios estrecha entre la cual elegir”. Lo que está claro es que los costos del criterio de rentabilidad promedio van siendo mayores que sus beneficios⁸ o que los que alguna vez tuvo. Es hora, por lo tanto, de debatir su posible perfeccionamiento, tal como se propone la SAFP.

b) Racionalidad de los límites de inversión

Se señaló anteriormente que la conducta de manada de los fondos de pensiones se debe no sólo a la exigencia de rentabilidad mínima, sino también a la disposición legal que establece límites de inversión, es decir, una diversificación de inversiones única para la totalidad de los fondos, por lo que la composición de sus carteras varía sólo dentro de estrechos rangos, fijados por ley.

Ahora bien, ¿cuál es la racionalidad de la fijación de límites de inversión, por instrumento y por emisor, a los fondos de pensiones? En principio, están puestos para salvaguardar la rentabilidad y seguridad de las inversiones, como manda la ley, y tal vez es esta noción la que lleva a la difundida idea de que los límites de inversión acotan los riesgos en que incurren las carteras de los fondos de pensiones. El problema es que ésa no es la mejor forma de acotar riesgos. Las preguntas clave que cabría hacerse aquí son, entre otras, cuáles son los riesgos que se quieren minimizar o en qué se originan, cómo se miden y cuál sería el máximo riesgo admisible.

⁸Los costos toman ahora un aspecto nuevo, cual es que la obligación de rentabilidad mínima es una de las razones que inhiben la salida representativa de los fondos de pensiones al exterior.

Si la imposición de límites no es sino una aproximación al control del riesgo, no queda más que admitir que su función es, tal como en el caso de la exigencia de rentabilidad, facilitar la fiscalización y evitar que las AFP asuman conductas, presumiblemente muy riesgosas, que lleven la rentabilidad y seguridad del fondo fuera de los rangos fijados. Los límites de inversión no diversifican, o no lo hacen eficientemente, los riesgos financieros e incluso operacionales (de custodia, por ejemplo) que corren los fondos. Límites o no límites, los riesgos de tasa de interés, de precios o valoración, de contraparte, de tipo de cambio, y otros varios, siguen presentes en las carteras; y es más, son ingentes en Chile por la inversión en pocos títulos, los que exhiben retornos altamente correlacionados al provenir de sólo algunos sectores económicos, todos del mismo país, y además de empresas cuya propiedad es muy concentrada.

Por ese motivo, cuando en este trabajo se sugiere flexibilizar los límites de inversión, se hace en el claro entendido de que eso es un *second best*, no lo óptimo que habría que hacer, que es la definición y medición de los riesgos pertinentes, y las medidas que de ello se deriven. Hacer una proposición concreta de cambio de límites cae fuera del ámbito de este trabajo; baste por ahora decir que la idea general es que ello permitiera a los fondos invertir un porcentaje más alto de sus carteras en acciones y otros títulos representativos de capital, tanto chilenos como extranjeros.

3. Aspectos de la implementación de fondos diferenciados

Dadas sus particulares características, el desempeño eficiente (precio y calidad de su servicio, para un costo dado) y la rentabilidad del sistema chileno de pensiones dependen crucialmente de la estabilidad macroeconómica del país (Diamond, 1992; Vittas e Iglesias). El que hubiera dos tipos de fondos diferenciados lo haría aún más dependiente⁹, puesto que los fondos “intensivos” en títulos de renta fija son vulnerables a las fluctuaciones de la tasa de interés, es decir, su rentabilidad fluctuará con el ciclo económico y con el estado de las finanzas públicas¹⁰. Por su parte, los fondos mayoritariamente invertidos en títulos representativos de capital expondrían a sus afiliados a un riesgo que hoy no corren significativamente (Vittas e Iglesias, p. 34), que es el de precios de mercado de las industrias en cuya propiedad participen.

⁹Esta afirmación no conlleva de nuestra parte ninguna connotación valórica, sino meramente descriptiva.

¹⁰A. Iglesias puntualiza que ése no sería el caso si se tratara de fondos invertidos en títulos de renta fija de corto plazo, esto es, de menor duración financiera.

Esta mayor dependencia (que, en todo caso, es más bien mutua) entre la estabilidad macroeconómica y la rentabilidad de los fondos de pensiones tiene, como todas las cosas, aspectos positivos y negativos, según desde qué perspectiva se la mire; pero ésta no es la ocasión de profundizar en ella¹¹. Lo que sí cabe indicar es que todo lo planteado tiene muchas e importantes implicancias financieras, particularmente en lo relativo a la valorización de las carteras; al respecto habría que debatir, por ejemplo, si ésta deberá seguir haciéndose diariamente, o a base de un período más largo, y si así fuera, cuál y cómo. Otro tópico es la existencia y uso de derivados para la cobertura de los riesgos de tasas, de precios, de tipo de cambio y otros.

¿Cómo habría que implementar la posible existencia de fondos de pensiones diferenciados, esto es, carteras mayoritariamente invertidas en títulos de renta fija, y otras en títulos de renta variable? Tal como se señaló al comienzo, se entenderá por ahora que habría sólo dos tipos de fondos diferenciados, uno más accionario que el otro, en vez de algún continuo de combinaciones posibles, y que así se decreta por ley.

Suponer que haya dos tipos de fondos en vez de un continuo de posibilidades entre ambos no tiene otro objeto, naturalmente, que facilitar el análisis. Y si es por eso, ¿por qué no suponer, por ejemplo, que uno de esos tipos está compuesto por fondos exclusivamente invertido en títulos de renta fija, y el otro, en una mezcla de títulos de renta fija y variable? En realidad, no habría problema en plantearlo así, ni altera el análisis en ningún sentido. Hemos supuesto dos tipos de fondos, ambos mezclados, por evitar que haya algo muy polar: así como un fondo invertido exclusivamente en títulos de capital sería muy riesgoso, tal vez demasiado tratándose de ahorros obligatorios, invertido en forma exclusiva en renta fija probablemente no arrojaría una rentabilidad muy comparable a uno que mantuviera acciones. En ese caso, es muy posible que la afiliación al segundo tuviera que ser obligatoria desde alguna edad, lo que, como se verá, no parece aconsejable.

¹¹La rentabilidad, y últimamente la diversificación internacional de los fondos de pensiones imponen, ciertamente, restricciones al manejo de las políticas monetaria y cambiaria (véase, por ejemplo, "World economic and financial survey. International capital markets, part I: Exchange rate management and international capital flows", Banco Mundial, Washington DC, abril 1993). También es verdad que proporcionan cierta mayor latitud, flexibilidad o grados de libertad a esas políticas, en especial a la fiscal: recuérdese que en Chile los fondos de pensiones forman parte muy importante del mercado primario para los títulos del Banco Central, y, sin duda, lo serán de la Tesorería General de la República cuando ésta efectúe la colocación de sus propios papeles. Sin embargo, lo que cabe enfatizar aquí es que esa dependencia mutua no debería dar lugar *per se* a intervenciones estatales, que podrían alcanzar no sólo a los fondos propiamente tales, sino también (al menos las intervenciones estatales indirectas) a las bolsas de valores u otros intermediarios.

Continuemos, pues, con el supuesto de dos tipos de fondos, ambos con mezclas diferentes de inversión en instrumentos de renta fija y variable. Para que ambos fueran posibles, se requiere, a su vez, otro supuesto, que podría ser que se deroga el requerimiento de rentabilidad mínima para el sistema; con eso, los fondos de pensiones podrían lograr una diferenciación mayor que la actual. Pero como aun así ésta no sería representativa; suponemos más bien que el único cambio legal que se haría a lo hoy vigente sería lo relativo a los límites de inversión, de modo que pueda haber algunos fondos realmente más intensivos en títulos de renta fija, y otros en renta variable, que los que hay ahora y los que podría haber sin criterio de rentabilidad mínima.

3.1. ¿Constitución o evolución del fondo?

Puesto que analíticamente no hemos admitido más cambios legales que la flexibilización de los límites de inversión, si en Chile hubiera fondos diferenciados, tendría que tratarse de sólo un fondo por administradora. Habría, entonces, dos modalidades (no mutuamente excluyentes) para su implementación:

- un fondo ya constituido y en operación reestructura su cartera de manera de hacerla más intensiva en el tipo de instrumento que le interese;
- se crean nuevas administradoras con un fondo nuevo que parte desde el principio con una diferenciación específica de su cartera de inversiones.

En relación a esto habría que tener en cuenta que para los fondos de la primera modalidad convendrá minimizar las súbitas ventas y compras de activos para reestructurar las carteras; esto tiene que hacerse en un plazo prudente para no producir volatilidad en el mercado bursátil. En ese contexto, parecería conveniente incentivar la formación simultánea de algunas AFP con su respectivo fondo nuevo, lo que podría contribuir a que los movimientos de activos no sean tan súbitos o cuantiosos.

También se podría pensar aquí que los fondos (¿los de una misma AFP?) se traspasen instrumentos entre sí, internamente, para evitar costos bursátiles y volatilidades debidas a la transacción súbita de grandes volúmenes. Todo ello con la debida transparencia y supervisión para evitar fraudes.

3.2. ¿Quiénes tendrían que afiliarse y a qué fondo?

Visto que la única modificación legal que hemos supuesto para efectuar nuestro análisis es la flexibilización de los límites de inversión, un trabajador sólo podría afiliarse a un fondo, y tendría que elegir si hacerlo en uno intensivo en instrumentos de renta fija o variable. ¿En qué basa su decisión? ¿Cuándo “debería” cambiarse definitivamente a uno menos riesgoso?

En opinión de Vittas (1993, p.23), “la asignación de cuentas individuales (entre fondos diferenciados) podría seguir normas muy estrictas en cuanto a la edad (de los afiliados)”. Es posible que tal cosa conlleve algunos inconvenientes, el primero de los cuales, por teórico que sea, es que atenta contra el principio de libertad (tanto y donde sea posible y razonable), que que inspira al sistema chileno de pensiones.

El segundo inconveniente es de orden más práctico que el anterior. En un universo de grandes números, se va a llegar a que los trabajadores a punto de pensionarse prefieran seguridad y se inclinen, por tanto, por fondos con carteras de inversión de menos riesgo; pero va a ser muy difícil controlar, si es que hubiera que hacerlo, quién *debería* afiliarse a uno u otro tipo, o a qué edad. Esto se dificulta en Chile donde el público no tiene meridianamente clara la disyuntiva riesgo-rentabilidad; desde luego, tal desconocimiento ya no es tan grande o generalizado como lo fue durante la crisis financiera de comienzos de los '80; pero la gente todavía evalúa las entidades financieras casi únicamente por su rentabilidad.

Por cierto, las exigencias de rentabilidad mínima y de los límites de inversión no contribuyen precisamente a que el público asocie la mayor rentabilidad con mayor riesgo. Siendo así, si hubiera fondos diferenciados como los que aquí se discuten podría suceder que haya gente mayor que, al faltar poco tiempo para acogerse a jubilación, se traslade desde su fondo de menos riesgo a otro riesgoso, simplemente por la mayor rentabilidad promedio de este último. De más está señalar las fuentes de costos administrativos y de conflictos que tal situación generaría.

Diamond (1994, p.26) señala que “en la medida en que la gente no entienda la disyuntiva riesgo-retorno, el eliminar la elección (voluntaria) de fondo puede tener poca o ninguna incidencia en el bienestar”. Es posible que el autor se refiera al bienestar social más que al personal o privado, con lo que su afirmación puede ser verdadera, además de que elimina una fuente cierta de costos. No obstante, poner fin a la elección personal y voluntaria de fondos es impracticable en Chile: no sólo está en la base filosófica de todo el sistema de pensiones, sino que incentiva su competitividad (al

menos en presencia de un criterio de rentabilidad obligatoria). Una posible alternativa a lo anterior sería cargar el costo de los traslados a quienes lo generan, es decir, a los afiliados; o imponer un período antes de la jubilación, a partir del cual ya no se podrían hacer traslados de la cuenta individual a un fondo de otra diferenciación. Una medida de esta naturaleza tiene varios efectos: igualmente restringe, por supuesto, la libertad personal propia del sistema chileno, aunque disminuye en algo los costos operativos de tener fondos diferenciados. Pero su implicancia mayor radica en que habría que hacer obligatorio el retiro de la fuerza de trabajo al cumplirse la edad reglamentaria para acogerse a pensión, o al menos un plazo pactado de antemano para tal efecto.

Por otra parte, se ha dicho que los trabajadores próximos a pensionarse no serían los únicos interesados, o mejor dicho, incentivados a inclinarse por fondos de menor riesgo relativo. Montt (1992, p.23) señala que “[t]ambién sería deseable que los fondos de pensiones de los trabajadores con baja densidad de aportaciones, que son candidatos a la pensión mínima y, por lo tanto, al subsidio fiscal, tengan un menor componente bursátil de alto riesgo que aquellos que[...]” no estén en ese caso. Si esa fuera una forma de minimizar la probabilidad de que los trabajadores de baja densidad de aportes recurran al subsidio fiscal, el Estado se vería en el “problema de agencia” de imponerles la elección de fondos de menor riesgo. Como éstos son los que a su vez arrojan menores rentabilidades relativas, ellos no serían atractivos para trabajadores en esa situación, pero jóvenes aún.

Esto lleva a la siguiente digresión: si bien el sistema chileno no está organizado para ser especialmente redistributivo, y hasta podría tener rasgos perfectibles en eso (Vittas, 1993, p. 16)¹², siempre conviene cuidar que el efecto de la reforma propuesta no sea regresivo; lo sería si el sistema se polarizara en fondos para trabajadores situados en la misma cola de las distribuciones etarias y de ingresos, es decir, fondos que sean mayoritariamente para trabajadores mayores y pobres a la vez, y fondos para trabajadores que sean simultáneamente de menos edad y más altos ingresos. Tal polarización es probable puesto que los trabajadores más jóvenes y de más altos ingresos serían más rentables para la AFP que los trabajadores mayo-

¹²Esta afirmación no es una crítica ni significa ignorar que el sistema tiene, de hecho, rasgos redistributivos, o que ello no sea importante. Sólo indica la opinión de la autora de que el sistema de pensiones de administración privada no tiene que ser obligatoriamente redistributivo, ya que para eso hay otros instrumentos más adecuados, propios de la política fiscal. La libertad de afiliación y la transparencia del sistema de pensiones nos parecen atributos más esenciales, además de que exigirle otros a ese mismo y único instrumento disminuiría su eficiencia para cumplir las funciones que le son privativas.

res y más pobres: estos últimos son un negocio de más corto plazo para la AFP, y generarían costos unitarios mayores por peso integrado al fondo, que los trabajadores del otro extremo. Para paliar dicha polarización y su consiguiente efecto se podrían imponer comisiones diferenciadas, más elevadas para los más jóvenes y de más altas cotizaciones; esa estructura de comisiones sería un corrector de la regresividad, al minimizar la posible selección adversa de afiliados.

4. Conclusiones y recomendaciones

De lo tratado en la sección 3 se desprende que la implementación de fondos diferenciados tal como se planteó como hipótesis de este trabajo (que hubiera dos tipos de fondos diferenciados, uno más accionario que el otro, en vez de algún continuo de combinaciones posibles, y que el único cambio legal fuera flexibilizar los límites de inversión) no sería recomendable. Lo realizado hasta aquí fue un ejercicio analítico tendiente a mostrar que la implementación de fondos diferenciados, por positiva y deseable que parezca, no es más que un paliativo para la reforma que en realidad hay que efectuar en el sistema de pensiones chileno: construir una herramienta de medición o comparación de fondos que no induzca los efectos indeseados de la rentabilidad mínima y los límites de inversión. Tal como hoy se los entiende, estos criterios no miden o acotan lo que se supone que es el riesgo de la variabilidad de la cuota del fondo; en consecuencia, habría que diseñar un método para evaluar y calificar el riesgo de cada cartera como un todo.

Lo anterior, como planteábamos, es un desafío enorme, no alcanzable en el corto plazo; pero poner en vigencia fondos diferenciados podría dar respuesta a algunas demandas que se advierten para nuestro sistema de pensiones. Por eso podrían considerarse entretanto, o mejor dicho paralelamente, medidas complementarias, pero nunca sustitutas, a las herramientas correctas de calificación de cuáles fondos son más riesgosos (volátiles) que otros.

Una eventual implementación en Chile de fondos de pensiones diferenciados (o, como tendría que ser en realidad, un continuo, no polarizado en dos tipos) plantearía una serie de requerimientos previos o modificaciones legales complementarias, que se detallan a continuación: Las modificaciones en cuestión serían de dos tipos: unas exclusivamente dirigidas a la liberalización de las disposiciones legales que norman específicamente a los fondos de pensiones, y las otras, al mercado de valores en general, que es

donde aquéllos se desenvuelven. Desde luego, nada hace obligatorio implementar la totalidad de las modificaciones que se sugieren más adelante, o hacerlo en el orden en que se mencionan (que, en todo caso, ya insinúa prioridades). Por otra parte, como prácticamente todas las medidas o modificaciones referidas serían por sí solas materias para otro estudio, aquí sólo se enuncian sus bases.

La implementación de varias de estas medidas implicará, por supuesto, un incremento de los costos, al menos de los directos, del sistema. Según se dijo al comienzo de este estudio, las modernizaciones que habría que emprender en el mercado de valores y en el sistema de pensiones se analizarían con especial referencia a las principales características de éste, es decir: transparencia, simplicidad, competitividad, costos. Del análisis efectuado se podría afirmar (aunque no se haya hecho una evaluación técnica propiamente tal) que los beneficios de las modificaciones son mayores que sus costos, por mucho que éstos vayan a crecer.

Aquí cabe hacer una o dos consideraciones. En rigor, la crítica generalizada de que los costos operacionales del sistema chileno son altos no ha sido, ni debería ser, una restricción absoluta para nuestro análisis, porque es muy posible que los altos costos (operacionales o no, privados o sociales) del sistema chileno sean un rasgo estructural, es decir, sean inherentes a su transparencia y simplicidad, a la libertad de afiliación y, sobre todo, a la portabilidad de las cuentas¹³, atributos todos que deberían ser intransables. Vittas hace ver que los sistemas de pensiones no transparentes y muy complicados tienden a ser relativamente más baratos, o no tan caros, como el chileno; pero es posible que precisamente por ser complejos y opacos, como él los llama, no se hayan estimado sus costos indirectos, y a veces ni siquiera los directos, por lo que en esta materia las comparaciones internacionales son discutibles.

Todo esto no quiere decir que los costos operacionales chilenos no se puedan reducir o que no haya que intentarlo, sobre todo aquellos costos indirectos originados en la vigencia de criterios “proxis”, como se ha analizado aquí, en lugar de los métodos teóricamente correctos. De todos modos, los costos del sistema de pensiones chileno probablemente no podrán llegar a los bajos niveles de sistemas más perfectibles que el nuestro en los aspectos esenciales (transparencia, simplicidad, competitividad) ya mencionados.

¹³O capacidad de transferirlas, sin altos costos personales, de una a otra AFP.

a) Liberalización del sistema de pensiones

El sistema de pensiones chileno no ha llegado aún a su plena madurez (pagar pensiones en una proporción significativamente mayor que la del flujo de contribuciones); ésa es otra razón por la cual podría no parecer aconsejable introducir reformas tan significativas como los fondos diferenciados, cuyos costos en fiscalización y en complejidad del sistema podrían resultar, por ahora, mayores que sus beneficios o, en todo caso, mayores que los de implementar reformas graduales tendientes a la misma meta. No hay que olvidar que en el sistema de pensiones son los afiliados quienes corren los riesgos de reemplazo, inversión, inflación y solvencia del sistema y, sobre todo, el riesgo de desarrollos adversos en el mercado financiero y de pérdidas de inversión (Vittas e Iglesias, 1992). De ahí que la adopción de medidas paralelas parezca una solución eficiente.

Por consiguiente, las medidas o modificaciones legales que se pueden recomendar deben entenderse como requerimientos previos o alternativos a una plena diferenciación de fondos. Las tres primeras modificaciones deberían ser prácticamente simultáneas, en el entendido que están tan estrechamente ligadas que es difícil darles un orden de prioridad.

1. Perfeccionar el criterio de comparación de las AFP: si la exigencia de rentabilidad mínima es lo que lleva a la uniformidad de las carteras, lo cual hace que jóvenes y viejos, ricos y pobres compartan por igual los riesgos (o la menor rentabilidad relativa) de las carteras de inversión, ¿No será cuestión de derogar tal exigencia, para que éstas se diferencien?

Es indudable que una y otra alternativa, diferenciación de las carteras y exigencia de rentabilidad no pueden darse simultáneamente, pero de ahí no se sigue que no deba haber un criterio que permita juzgar el desempeño de los fondos de pensiones. Dicho criterio juega un rol relevante allí donde es necesario incentivar la competitividad, como es el caso en nuestro sistema de pensiones basado en las preferencias personales. Si no hubiera tal criterio, la competencia entre ellos se basaría en variables menos objetivas y controlables, y/o más manipulables, probablemente fuera del alcance de las AFP pequeñas, con efectos muy serios sobre los costos operativos del sistema.

El desafío es, pues, diseñar una vara de medición o comparación de fondos que no produzca los efectos indeseados del criterio hoy vigente. En realidad, lo que habría que diseñar es un método para evaluar y calificar el riesgo de cada cartera como un todo, porque ésa es la variable fundamental. Desde luego, esto presenta dificultades y desafíos muy considerables¹⁴, que aquí no haremos más que esbozar. Tal método implicaría:

¹⁴La autora agradece especialmente al consultor Horacio Carmona sus sugerencias, ideas y comentarios sobre este tópico.

- primero, definir correctamente el riesgo propio (sistemático) de cada instrumento de inversión susceptible de incorporarse a las carteras de los fondos de pensiones. En el caso de los títulos representativos de capital, por ejemplo, el riesgo no es el de quiebra del emisor, como implícitamente se suele entender: el que una empresa tenga una buena capacidad de pago de la deuda no significa que la utilidad patrimonial que proyecta el inversionista sea alta. Sólo significa que el emisor es capaz de generar utilidades, pero no se puede decir cuántas. El riesgo de la inversión en un título de capital depende más bien de la liquidez del mismo, de los flujos de utilidad netos proyectados del emisor y de las probabilidades asociadas a esas proyecciones. Es decir, una acción (o la cuota de un fondo de inversión) debería valer más mientras mayores fueran los resultados esperados de esa inversión y menor el riesgo asociado a ella. Si bien la teoría financiera no ha desarrollado aún una herramienta inobjetable para estas mediciones, sería factible identificar los factores que inciden en la variabilidad del retorno de la inversión accionaria e intentar una medición de su riesgo sistemático.
- una segunda etapa consistiría, eventualmente, en medir o calificar el riesgo que para cada cartera representa cada tipo de instrumento que se le incorpore: téngase presente, por ejemplo, que la incorporación de un determinado instrumento de inversión no agrega el mismo riesgo a cada cartera, sino que eso dependerá de la composición de la cartera preexistente y de la correlación que con sus instrumentos tenga el instrumento que se agrega.

De este modo, si entendemos que la información (o el producto) que debe entregar la clasificación de riesgo se relaciona con el riesgo sistemático de cada título, se podría tener una aproximación del riesgo de cartera de los fondos de pensiones. Desde luego, esto implicaría, como se señala más adelante, flexibilizar el marco legal que afecta a las agencias clasificadoras de riesgo.

Además del diseño de un método para evaluar y calificar el riesgo de cada cartera, habría que implementar mediciones de la eficiencia y efectividad con que la AFP lleva cabo su gestión, es decir, una “frontera eficiente” entre riesgo y retorno (como la entiende el modelo financiero CAPM). De ese modo los afiliados podrían tomar decisiones informadas acerca de qué riesgo corren en un determinado fondo, para la rentabilidad que éste arroja, y el precio y calidad de sus servicios. Como tal diseño no es sencillo ni esperable en el corto plazo, podrían examinarse, entretanto, medidas com-

plementarias a las vigentes, como, por ejemplo, alargar el período durante el cual se toma el promedio de rentabilidad del sistema, que ha propuesto ya la Asociación de AFP; o que las propias administradoras declaren la rentabilidad promedio anual que esperan alcanzar, contra la cual se podría medir su gestión.

2. Flexibilizar los límites de inversión: habida cuenta de que no tendría sentido avanzar hacia la diferenciación de fondos manteniendo los rasgos del sistema actual, es indispensable flexibilizar los límites de inversión, por instrumentos y por emisor, a que el DL 3.500 sujeta los fondos de pensiones en el mercado doméstico, e incrementar sustancialmente el límite de inversión externa del fondo. Dado su costo, esto último aseguraría una diferenciación y diversificación de cartera más eficiente que lo vigente (9% del fondo) y, vista la menor correlación de los instrumentos financieros chilenos con los extranjeros, más efectiva que la sola asignación entre títulos de deuda y de capital domésticos.

3. Permitir más de un fondo por administradora: la proposición es que se autorice a las AFP a administrar más de un fondo (¿excepto a las nuevas, en un comienzo?); en ausencia de una exigencia de rentabilidad mínima tal como está hoy, tal autorización debería bastar para que la diferenciación de éstos, aunque insuficiente, se dé casi por sí sola (en realidad, habría que autorizarla expresamente también; es el dual del otro problema), puesto que no se entendería que una misma AFP quisiera administrar dos fondos sometidos a la misma diferenciación general de sus inversiones.

Los fondos ya establecidos reestructurarían sus carteras hacia un riesgo distinto del que enfrentan hoy, en tanto que habrá otros que permanezcan o se constituyan dentro del continuo de posibles combinaciones riesgo/retorno¹⁵. Si una AFP administrara más de un fondo, los afiliados podrían querer mover su cuenta entre los fondos de la misma AFP, disminuyendo así costos para el sistema como un todo. Por cierto, que habría que analizar cuidadosamente esa posibilidad (que podría usarse para disfrazar rentabilidades entre tales fondos, de modo de maximizar la rentabilidad de la administradora) y diseñar, si fuera el caso, algunas providencias al respecto. El ideal, por cierto, sería medir y calificar el riesgo de cada fondo, y difundirlo de modo que ésa fuera una de las variables esenciales para las decisiones informadas de los afiliados.

¹⁵Y hasta podrían aparecer otras alternativas dignas de consideración: si efectivamente hubiere fondos que concentren a trabajadores mayores ¿no podrían ser algo semejante a los llamados *sinking funds*, esto es, fondos que se fueran acabando a medida que sus afiliados fallecen? Claro que eso podría requerir algo que no tiene el sistema de pensiones chileno, que es la afiliación en grupos. Por otra parte, tal vez un fondo con pasivos de distintos vencimientos tendría que buscar un “calce dinámico” o permanente entre sus flujos de entrada y de salida, dadas las tasas a las que algunos trabajadores vayan entrando y otros pensionándose en el fondo.

Más aún, si las AFP pudieran administrar más de un fondo, podría haber (Diamond 1994, p. 27) “un fondo garantizado y fondos no garantizados; podría haber garantías separadas para fondos de alto y de bajo riesgo[...] Si la garantía se considera aval de la capacidad administrativa más que de tasas de retorno, la garantía podría ser sobre un retorno total promedio ponderado de todos los fondos administrados por una AFP, lo que permitiría diversos retornos a diversos fondos”.

4. Autorizar la cotización en más de un fondo: consecuentemente con la filosofía de libertad individual del sistema chileno, resulta recomendable (Diamond 94, p. 27; Montt, 1994) autorizar que cada afiliado elija por sí mismo cómo reparte su cotización entre al menos dos fondos de su elección. Estimamos que éstos podrían ser o no de carteras diferenciadas, y si lo fueran, no necesariamente deberían ambos pertenecer a la misma AFP. Esto último tendría dos ventajas:

- minimizaría los “problemas de agencia” o conflictos de interés para la administradora, es decir, la tendencia de ésta a dar más atención al fondo más rentable o con más partícipes, o a “trasvasiar” partícipes, instrumentos o rentabilidades.
- maximizaría la diversificación propia del afiliado, para depositar sus cotizaciones según su personal propensión al riesgo y el arbitraje de rentabilidades que le parezcan convenientes.

Esto, por supuesto, requerirá una mayor fiscalización, tanto más amplia como más intrusiva, del sistema de pensiones, sobre todo de la posible evasión de cotizaciones. Desde luego, la simplicidad y transparencia del sistema se van a resentir, amén de que los costos operativos pueden llegar a ser significativos; pero ésta es una solución deseable para el sistema chileno y un medio conveniente de que su público vaya internalizando el fundamental concepto de la disyuntiva riesgo/retorno.

5. Establecer una Cámara de Compensación: para que tales modificaciones, en especial la de cotizar en más de un fondo, resulten lo más eficientes posible, y para que sus costos operacionales no se incrementen demasiado¹⁶, sería indispensable la puesta en marcha de una Cámara de Compensación (Vittas 1993, p. 22), que efectúe centralizadamente la recaudación, compensación y distribución de cotizaciones entre los fondos y las AFP.

¹⁶Contribuiría a ello la creación, propuesta más adelante, de otro “pilar” del sistema de pensiones en Chile.

6. Perfeccionar la clasificación de riesgo: esto implicaría, como se señaló en el N° 1, perfeccionar el marco legal que rige la clasificación de riesgo, reforzar el rol de las actuales entidades privadas de clasificación de riesgo y diseñar un método de calificación del riesgo de los títulos de capital (y por ende de las cuotas de los fondos de inversión).

7. Otros desarrollos: para muchos trabajadores, en especial para los más pobres, que son también los que tienen los menores niveles de educación formal, la complejidad del sistema de pensiones y el tener que tomar decisiones por sí mismos constituyen una tarea muy ardua, la que se vería aumentada con la diferenciación de los fondos, por lo que habría que analizar la conveniencia de

- establecer un servicio de utilidad pública para informar sobre materias previsionales (donde, por ejemplo, los egresados de administración, contabilidad y otras carreras afines hicieran su práctica);
- implementar algún tipo de “pilar” del sistema de pensiones como los que describen el Banco Mundial o Vittas, si bien tal cosa atentaría contra la sencillez del sistema chileno. Desde ese punto de vista podría convenir, entonces, “dejarlo fuera” del sistema, y que sea un pilar público para trabajadores que tengan ingresos o cotizaciones menores que un cierto mínimo.

b) Desarrollos en el mercado de valores

8. Incrementar la masa crítica del mercado doméstico: junto con la totalidad o parte de las medidas recomendadas para el sistema de pensiones, es necesario incentivar el rápido desarrollo del mercado de valores nacional. En particular, hay que incrementar con urgencia la gama y el volumen necesarios de acciones y bonos (masa crítica) elegibles como para incentivar una amplia y efectiva diferenciación y diversificación doméstica de las carteras de inversión¹⁷.

En otras palabras, junto con avanzar con las reformas al sistema de pensiones, hay que impulsar en el mercado de valores desarrollos como, entre otros, los siguientes: apertura bursátil de un número mayor de sociedades hoy cerradas; desconcentración de la propiedad accionaria de las referidas so-

¹⁷De otro modo, crear fondos intensivos en títulos de capital, por ejemplo, sólo incrementaría la ya considerable concentración de la inversión accionaria de los fondos de pensiones.

ciedades y de las ya abiertas; securitización de nuevas acreencias (no sólo mutuos hipotecarios), hoy no homogéneas o no transables; incentivos (no necesariamente tributarios) para la emisión de títulos de deuda, tanto de largo como de corto plazo; apertura de nuestro mercado bursátil a la transacción y operatoria directa y expedita de títulos e inversionistas extranjeros; y, sobre todo y por todos los medios, aumentar la liquidez del mercado nacional o, más exactamente, hacerlo líquido, lo que implica liberalizar la entrada y salida de capitales. Aquí hay que decir algo que tiene poca relación con lo que hemos venido tratando, pero la tentación de hacerlo es irresistible: hay que hacer de Chile un centro financiero (no un paraíso tributario) latinoamericano. Lamentablemente, ésta es materia de otro estudio.

Otro conjunto de modificaciones y reformas debe complementar al anterior, aunque con especial orientación a la diversificación internacional de las carteras: ésta no se dará ampliamente mientras no se hayan probado y perfeccionado en el mercado doméstico (tanto bursátil como bancario) los derivados para la cobertura del riesgo cambiario y de tasas de interés. Un desarrollo en ese sentido podría tener consecuencias importantes para el perfeccionamiento del sistema de pensiones, y no sólo para su inversión externa: por ejemplo, además (o en vez) de diferenciar las carteras, se podría asegurarlas con determinados futuros contra la volatilidad bursátil, o podría llegar a haber opciones para la adquisición o transacción de una renta vitalicia determinada, o para adquirirla dentro o antes de algún período.

Con todo, hay que admitir que el aumento de masa crítica en el mercado de valores no se va a lograr ni tan rápido ni tan pronto como lo requerirían los fondos de pensiones, y menos si se implementan las reformas señaladas. Esto lleva a insistir en que una medida esencial es la salida al exterior de los fondos de pensiones.

9. Revisar el rol de la Comisión Clasificadora de Riesgo: aunque hubiera tal masa crítica en el mercado chileno, la carga que su aprobación implicaría para la Comisión Clasificadora de Riesgos sería enorme. Esto lleva a sugerir la simplificación de las tareas y funciones de la Comisión, lo que idealmente debería darse junto con reforzar la fiscalización preventiva y por solvencia de la Superintendencia, y la posibilidad de que en algún área haya algo de autorregulación. Por ejemplo, en la elección, por parte de la AFP, de los instrumentos de inversión sólo a base de su clasificación de riesgo.

10. Reforzar el rol y medios de la Superintendencia de AFP: sean cuales fueren las modificaciones legales que se introduzcan al sistema de pensiones, cabe tener presente que no es conveniente ni justo introducirlas sin reforzar a la vez la capacidad fiscalizadora de la Superintendencia. En

general, la discusión de posibles reformas legales al sector financiero conlleva gran interés público, entre otras razones porque la capacidad de demostración de las mismas, vale decir, su atractivo y sus beneficios políticos, es muy grande en relación a su costo estimado. Mucho menos interés y atención despierta el hecho de que la mayor fiscalización (preventiva, en lo posible) requiere una mayor dotación y capacitación, en ciertos casos, de las entidades fiscalizadoras, porque ello representa los costos directos de las innovaciones legales y/o financieras. En más de un caso, éstas se han llevado a cabo recargando al organismo supervisor de nuevas tareas y funciones, nuevas entidades y operaciones que fiscalizar, siempre con la misma dotación de recursos humanos y técnicos. Es de temer que innovaciones significativas, llevadas a cabo sin el debido refuerzo a la entidad fiscalizadora, arrojen más bien desventajas inesperadas en vez de ventajas.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Mundial. "Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth". A *WB Policy Research Report*, Washington DC, 1994.
- Davis, E. P. "The Structure, Regulations and Performance of Pension Funds in Nine Industrial Countries". Banco Mundial PRWP 1229, Washington DC, diciembre 1993.
- Diamond, Peter. "Pension Reform in a Transition Economy; Notes on Poland and Chile". Trabajo presentado en la Conferencia NBER, febrero 1992, *mimeo*.
- _____, "Privatization of Social Security: Lessons from Chile". *Revista de Análisis Económico*, vol. 9, N° 1. Ilades, Santiago, junio de 1994, pp. 21-30.
- Montt B., Diego. "Evolución, análisis financiero y de mercado del sistema de Fondos de Pensiones privado". Santiago, diciembre 1992, *mimeo*.
- _____, Diego. "Parvior, Numerosior, Differentior". *El Diario*, Santiago, septiembre 9 de 1994, p. 2.
- Reisen, Helmut y John Williamson. "Pension Funds, Capital Controls and Macroeconomic Stability". Conferencia dada en la Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, enero 1994, *mimeo*.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. "El sistema chileno de pensiones". Santiago, enero de 1995.
- _____, "Texto actualizado del DL 3.500, de 1980; DFL 101 y Reglamento de Inversión de los Fondos de Pensiones en el extranjero". Santiago, junio de 1995.
- Vittas, Dimitri y Augusto Iglesias. "The Rationale and Performance of Personal Pension Plans in Chile". Banco Mundial WPS 867, Washington DC, febrero 1992.
- Vittas, Dimitri. "Swiss Chilandore: The Way Forward for Pension Reform?". Banco Mundial WPS 1093, Washington DC, febrero 1993. □