

PROSPERIDAD Y PENSIONES

*Reflexiones y perspectivas
tras 20 años de la reforma de pensiones
en la República Dominicana*



Nicholas Barr

Diego Valero

David Tuesta

Edgar Robles

Jaime García

Manuel Lozano

PROSPERIDAD Y PENSIONES

PROSPERIDAD Y PENSIONES

*Reflexiones y perspectivas
tras 20 años de la reforma de pensiones
en la República Dominicana*

Nicholas Barr

Diego Valero

David Tuesta

Edgar Robles

Jaime García

Manuel Lozano



Asociación Dominicana de Administradoras de Fondos de Pensiones

PROSPERIDAD Y PENSIONES

*Reflexiones y perspectivas tras 20 años de la reforma
de pensiones en la República Dominicana*

*Autores: Nicholas Barr, Diego Valero, David Tuesta,
Edgar Robles, Jaime García, Manuel Lozano*

1era. edición: marzo 2022

@ADAFP Copyright, 2022

Prohibida la reproducción total o parcial
sin la autorización del autor.

Inscrito en el Registro de Propiedad Intelectual.

Derechos reservados mediante Ley 32-86.

Diseño y Diagramación: Grupo Nous SRL /
Victor Vidal Pérez

Correcciones al cuidado de: ADAFP

Impresión: Editora Búho

ISBN: 978-9945-9335-0-5

Impreso en República Dominicana

Printed in Dominican Republic

ÍNDICE

PRÓLOGO	13
PRESENTACIÓN	21
1. PROSPERIDAD Y PENSIONES:	
LAS REFORMAS PENSIONARIAS Y EL CAMINO POR DELANTE	23
1. Prosperidad y pensiones	23
2. ¿Qué es lo que hemos aprendido sobre las pensiones en lo que va de este siglo?.....	25
3. La problemática de la economía informal.....	29
4. La economía conductual y las pensiones.....	32
5. Los avances de la reforma de pensiones en la República Dominicana	35
6. La República Dominicana y los desafíos en la gestión de portafolios	37
7. Valorando el sistema de pensiones dominicano a partir de un modelo de largo plazo.....	40
8. Los efectos socioeconómicos de 360° del sistema de pensiones dominicano	42
9. Retos pendientes del sistema de pensiones en la República Dominicana	47

2. PENSIONES: ¿QUÉ ES LO QUE HEMOS APRENDIDO EN LO QUE VA DE ESTE SIGLO?	51
1. El telón de fondo.....	51
1.1 Objetivos múltiples.....	52
1.2 El contexto más amplio	53
2. El mundo está cambiando	56
2.1. El envejecimiento de la población.....	56
2.2. Cambio social y económico a largo plazo.....	56
3. Nuevos conocimientos: el papel de la elección.....	58
3.1. Algunos hechos	58
3.2. Algunas explicaciones	59
3.3. Consecuencias para el diseño de las pensiones	62
4. Un conocimiento más antiguo (pero a menudo olvidado): La importancia del resultado final en un sistema de pensiones....	64
4.1. El zombi que no muere	64
4.2. Una parábola	66
4.3. Volviendo a la economía: Lo que importa es el producto final	69
4.4. Implicaciones para el diseño de las pensiones.....	73
5. Algunas orientaciones políticas	75
5.1. Pensiones no contributivas	75
5.2. Una mejor adaptación a una vida más larga	78
5.3. Planes de ahorro sencillos: Las pensiones NEST en el Reino Unido	80
5.4. Pensiones nocionales de contribución definida: La <i>Inkomstpension</i> en Suecia	85
5.5. Planes nacionales de prestación definida: El Plan de Pensiones de Canadá	87
5.6. Planes de prestaciones definidas de riesgo compartido: El ejemplo de <i>New Brunswick</i> en Canadá.....	90
6. Conclusión: Mirando al futuro	94

3. ¿CÓMO VISUALIZAR UN SISTEMA DE PENSIONES QUE INTEGRE AL SECTOR INFORMAL?	97
1. Aspectos Generales.....	97
2. El funcionamiento particular del sector informal	99
3. Las bases para el ahorro en este segmento	100
4. Evidencia.....	103
5. Un marco conceptual para las micropensiones.....	107
6. Conclusiones.....	110
4. EL FUTURO DE LAS PENSIONES Y LA ECONOMÍA CONDUCTUAL.....	113
1. ¿Qué es la economía conductual?.....	113
2. <i>Behavioral pensions</i>	116
3. Algunas experiencias prácticas	123
4. Hacia la sostenibilidad por las pensiones.....	126
5. Actuaciones en el portafolio de corto plazo	129
6. Actuaciones en el portafolio de largo plazo	130
7. Conclusiones.....	132
5. LA REFORMA DOMINICANA DE PENSIONES DEL S. XXI: LO QUE LOGRÓ Y LO QUE QUEDA PENDIENTE	135
1. Aspectos generales.....	135
2. Antecedentes a la reforma de pensiones del 2001	136
3. La Ley 87-01: la reforma de pensiones del siglo XXI	141
4. Una aproximación comparativa a los avances del sistema de pensiones en la República Dominicana	144
4.1. Aspectos socioeconómicos claves que influyen en el funcionamiento del sistema de pensiones en República Dominicana	144

4.2. Indicadores del desempeño del sistema privado de pensiones	149
4.3. Determinantes del nivel de cobertura y comisiones: una aproximación econométrica preliminar	161
5. Conclusiones	170
6. DESAFÍOS DEL PROCESO DE INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LA REPÚBLICA DOMINICANA.....	173
1. Introducción	173
2. Marco teórico de las inversiones de los fondos de pensiones	175
3. Los principios de la diversificación del portafolio	178
3.1. El manejo del riesgo de mercado dentro de una estrategia de inversión	182
3.2. Requisitos para la adopción del estándar de la persona prudente.....	185
3.3. Multifondos y fondos generacionales	187
4. Panorama de las inversiones de los sistemas de capitalización individual en América Latina	189
5. Características del régimen dominicano de inversiones para fondos de pensiones	196
5.1. Regulación de los fondos de pensiones en materia de inversiones	196
5.2. Inversiones de las AFP en República Dominicana	201
6. Conclusiones y recomendaciones	221
7. UN MODELO DE PENSIONES PARA VALORAR LOS IMPACTOS DEL SISTEMA SOBRE EL AFILIADO EN REPÚBLICA DOMINICANA.....	223
1. Introducción	223
2. Estimaciones de las pensiones de vejez bajo el contexto actual ..	224
3. Proyecciones de pensiones a largo plazo	228

4. El rol fundamental de las AFPs en el resultado final de las pensiones	238
5. Identificando las debilidades y las mejoras en marcha del sistema de pensiones.....	243
6. Reflexiones finales: ¿cómo potenciar más el sistema?.....	247
8. CRECIMIENTO INCLUSIVO Y LA REFORMA DE PENSIONES EN LA REPÚBLICA DOMINICANA.....	251
1. Aspectos generales	251
2. Objetivo de los sistemas privados de pensiones y el crecimiento inclusivo	258
3. Marco teórico e impacto del sistema de pensiones en el crecimiento inclusivo en República Dominicana.....	263
3.1. Sistema de pensiones y mecanismos de transmisión de su impacto económico	264
3.2 Crecimiento y productividad total de los factores en la República Dominicana.....	277
3.3 Impacto de la introducción del sistema privado de pensiones sobre el ahorro nacional, inversión y crecimiento económico.....	282
3.4 Efecto de los ahorros pensionales sobre el mercado laboral	285
3.5 Efecto de los ahorros pensionales sobre la profundización financiera	286
3.6. Efecto de la reforma previsional sobre las tasas de interés	294
3.7. Efecto de la reforma del sistema de pensiones en la reducción de la pobreza	297
3.8. Efecto de la reforma del sistema de pensiones en la desigualdad	302
4. Conclusiones sobre el impacto en el crecimiento inclusivo del sistema privado de pensiones en la República Dominicana	305

9. RETOS PENDIENTES DEL SISTEMA DE PENSIONES EN LA REPÚBLICA DOMINICANA	311
1. Aspectos generales	311
2. Aspectos biométricos y demográficos vinculados a la evolución poblacional y social	315
3. Aspectos económicos y financieros	322
4. Optimización de la gestión	328
5. Desarrollo y potenciación del sistema de pensiones	331
6. Las pensiones después del Covid19.....	344
7. Conclusión y recapitulación	345
10. MIRANDO AL FUTURO: A MODO DE CONCLUSIÓN.....	347
REFERENCIAS.....	353

PRÓLOGO

Al pronunciar las palabras de apertura del Tercer Seminario Iberoamericano sobre Constitucionalización de la Seguridad Social, el lunes trece (13) de mayo de dos mil diecinueve (2019) expresé lo siguiente: “Las puertas del nuevo mundo se abrieron de par en par para toda la humanidad, desde Santo Domingo Primada de América y justamente el “Libertador de las Américas”, Simón Bolívar, utilizó por primera vez la expresión “seguridad social” en el célebre Congreso de Angostura de 1819, identificándola como uno de los pilares del buen gobierno al señalar: *“El sistema de gobierno más perfecto es aquel que produce mayor suma de felicidad posible, mayor suma de seguridad social y mayor suma de estabilidad política.”*

Y, agregamos, la seguridad social no sólo es pieza angular de toda buena gobernanza, sino que constituye un importante indicador de calidad de la democracia. La democracia no sólo es un régimen político, es además un sistema de vida fundado en el constante mejoramiento económico, social y cultural del pueblo.

La Ley 87-01 sobre el Sistema Dominicano de Seguridad Social ha sido el instrumento legislativo más importante que

nuestro país ha tenido en el siglo XXI. Fue el fruto de un extraordinario proceso de consulta y participación realizado en todas las provincias del país y de cientos de reuniones sectoriales en torno a tan importante aspecto de la vida ciudadana.

Nos tocó el grandísimo honor como Secretario de Estado de Trabajo, de dirigir los trabajos de instalación del sistema, desde la integración del Consejo Nacional de Seguridad Social (CNSS), pasando por la elaboración de sus reglamentos principales, hasta el lanzamiento del régimen de pensiones en 2003. A las dudas iniciales sobre la viabilidad de este proyecto de nación, poco a poco se instaló la esperanza que cedió paso a las realidades. Nadie imaginó que nuestra capacidad de ahorro se manifestaría de tal manera que a la hora actual, el sistema de pensiones ha acumulado más de setecientos mil millones de pesos.

Tenemos que agradecer el apoyo entusiasta y vigoroso recibido de todos los sectores que conforman el CNSS, quienes colocaron en su accionar el interés general por encima de cuestiones sectoriales. Colocaron al país en el horizonte del camino a recorrer.

Al arribar los veinte (20) años de una de las más trascendentales conquistas sociales experimentadas en nuestro país en las últimas décadas, la promulgación de la Ley núm. 87-01 y, con ella, la incorporación del conjunto de prestaciones que garantizan protección a la población por vejez, discapacidad, sobrevivencia, maternidad y lactancia, infancia, enfermedad, desempleo, accidentes de trabajo y enfermedades ocupacionales, es más que oportuno realizar un diagnóstico reflexivo sobre el presente y el futuro de uno de sus capítulos, el sistema de pensiones, como ele-

mento clave de la prosperidad, el bienestar y la felicidad del ciudadano, en el estadio más sensible, si se quiere, de todo ser humano, producido por la merma en su actividad laboral.

El sistema de pensiones fue parte de un proceso de reforma a los sistemas de pensiones que desde décadas atrás se producía en todo el mundo, con la finalidad de mantener el equilibrio entre los ingresos y los gastos. República Dominicana adoptó un modelo de capitalización individual, el cual procura que el monto de la pensión esté sujeto al fondo acumulado durante la vida activa del trabajador. Dicho fondo constituye el producto de las cotizaciones aportadas mensualmente, menos los gastos derivados de su administración. El mismo se enmarca en el contexto de la reforma latinoamericana iniciada en Chile a principios de la década de 1980; luego Colombia en 1993; Argentina en 1994, con la influencia mexicana de centralización del proceso de recaudo y pago, así como del procesamiento de la información.

La puesta en vigencia de la Ley 87-01 produjo una reforma estructural del sistema previsional dominicano de relevante transcendencia social y humana -disipando las brumas del incierto sistema de reparto- que procura incrementar el bienestar de los trabajadores asalariados; de modo que los mismos disfruten sus años de retiro con calidad de vida, mediante un sistema que administra el ahorro proveniente de su trabajo, tanto por vía directa como a través de su empleador y les garantiza una adecuada inversión de los recursos para obtener mejores pensiones sin atentar contra la estabilidad del sistema ni las finanzas públicas.

Con la proclamación de la Constitución de 2010 se reconoce la seguridad social como derecho fundamental (art. 60), de-

recho básico de los trabajadores (art. 62.3) y de personas de la tercera edad (art. 57). Su desarrollo constitucional conlleva una dimensión social que atempera los efectos nocivos de la globalización de la economía, contribuyendo en gran medida a garantizar la felicidad de todos los ciudadanos, la justicia, la solidaridad, el bienestar general y el progreso de nuestra nación, valores esenciales para la cohesión social.

Como conjunto ordenado de normas y procedimientos que regulan el funcionamiento de un grupo o colectividad, todo sistema es un *ente vivo* y, por tanto, está sujeto a cambio y evolución, por la incidencia de factores demográficos, sociales, políticos o económicos. Esto conlleva “nutrirse de las buenas prácticas internacionales” y hacer “una mirada constructiva hacia el futuro que potencie lo bueno y refuerce todo aquello que promueva un esquema más inclusivo donde los ciudadanos puedan reconocerlo como suyo y como parte de un contrato social que requiere ser reforzado permanentemente”, tal como indican los profesores David Tuesta y Diego Valero en esta importante contribución (capítulo 10).

Constituye un inmenso privilegio presentar este riguroso trabajo de investigación y análisis realizado por economistas de la dilatada experiencia de don Nicholas Barr, Diego Valero, David Tuesta, Edgar Robles, Jaime García y Manuel Lozano, quienes colectivamente realizan un aporte de gran relevancia a las pensiones de la República Dominicana, no sólo analizado desde una perspectiva local, sino también comparada. Los autores abordan con gran enjundia, aspectos tales como: el impacto positivo del régimen previsional contributivo en la economía local; la disminución de la pobreza y la desigualdad; la necesidad de integración

del sector informal al sistema de pensiones dominicano; los desafíos que presenta actualmente el régimen de inversión de los fondos de pensiones para asegurar su sostenibilidad; los retos que debe enfrentar el sistema de pensiones y sus presupuestos, de modo que se eleve la participación y la cobertura que el mismo ofrece, entre otros muchos de cardinal categoría.

Tras casi una veintena de la puesta en marcha del sistema previsional, cuyo ahorro, conforme datos ofrecidos por los profesores García y Valero, ha contribuido al crecimiento económico de la República Dominicana en un 22%, aún dentro de la incertidumbre generada por la crisis sanitaria que ha impactado la economía mundial, conviene verter la mirada a sus bondades, sus limitantes, su impacto y los logros alcanzados, con la intención de plantear propuestas que puedan mejorar su desempeño y establezcan posibles pautas para alcanzar mejoras paulatinas de las pensiones, extendiendo la cobertura del sistema, sin descuidar su sostenibilidad ni la estabilidad de las finanzas públicas.

Esta obra describe con meridiana objetividad, los principales desafíos que enfrenta nuestro sistema de pensiones, al igual que otros sistemas de naturaleza similar, pudiendo destacarse: la ampliación de la cobertura, la afiliación de los trabajadores independientes o informales, el aumento de las tasas de reemplazo, la necesidad de incorporación de herramientas de la economía conductual, la diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones, controlando el riesgo de manera eficiente y la optimización de la calidad de los servicios a los usuarios.

Constituye igualmente un reto a vencer, la falta de educación previsional por parte de los afiliados y sus beneficiarios, lo

cual incide negativamente en las decisiones que los mismos puedan generar a lo largo de su vida y en las expectativas respecto a sus futuras pensiones. Esto, sin duda, impone obligaciones a sus actores principales para intensificar las iniciativas de formación, las cuales pudieran impulsarse desde la escuela, de modo que nuestras futuras generaciones se encuentren empoderadas de sus derechos y deberes en la materia, aumentando de esta forma la participación de todas y todos, siendo este un principio rector contenido en el artículo 3 de la Ley 87-01.

Esta cuestión ha sido abordada igualmente con suma precisión en el capítulo 9 de esta obra sobre *Retos pendientes del sistema de pensiones en República Dominicana*, al expresar que deben establecerse planes nacionales de educación financiera y campañas permanentes de aprecio a la seguridad social y condena social del fraude, como esfuerzo didáctico para poner en valor las coberturas y beneficios que otorga el sistema de seguridad social. En ese mismo contexto, se señala, que lo anterior constituye un elemento de enorme importancia dado que el fin último es robustecer el sistema y cumplir los objetivos para el que fue creado y, aunque se alcancen esos objetivos, si no hay capacidad de transmitir ese esfuerzo y los éxitos y bondades del sistema, e incluso los errores o problemáticas existentes, el sistema no cumplirá a cabalidad sus objetivos.

De la lectura a las subsiguientes páginas, se colige que es necesario adoptar medidas desde ahora para lograr una adecuada protección para la población en retiro, en particular para los grupos que durante su vida activa generan bajos niveles de ingresos o que ingresaron tardíamente al sistema, pues la posposición de las decisiones resultará más onerosa para la sociedad, y conllevaría a transferir una proporción importante de su

costo hacia las generaciones futuras. Reiteramos que la búsqueda e implementación de mejoras para el sistema de pensiones de la República Dominicana es, y debe ser, un esfuerzo conjunto de todos los sectores y actores sociales, tanto del sector público como privado, cuestión que deseamos se propulse a través de este importante trabajo académico.

¡Enhorabuena!

Dr. Milton Ray Guevara
Primer presidente del Consejo Nacional
de Seguridad Social (CNSS)

PRESENTACIÓN

La Asociación Dominicana de Administradoras de Fondos de Pensiones (ADAFP) se siente muy honrada y altamente motivada en presentar el libro *“Prosperidad y Pensiones: Reflexiones y perspectivas tras 20 años de la reforma de pensiones en la República Dominicana”*, un análisis profundo sobre los sistemas de pensiones, sus logros y retos actuales, y centrado especialmente en el caso dominicano. Esta obra ha sido preparada con mucho esmero por los doctores Nicholas Barr, Diego Valero, David Tuesta, Edgar Robles, y los actuarios Jaime García y Manuel Lozano, y prologada por el primer Presidente del Consejo Nacional de la Seguridad Social (CNSS), actual Presidente del Tribunal Constitucional de la República Dominicana, doctor Milton Ray Guevara.

En la ADAFP tenemos como misión contribuir a un retiro de calidad para todos los trabajadores, mediante el fomento de las mejores prácticas de gestión, la seguridad jurídica y la sostenibilidad financiera. Estamos comprometidos con seguir aportando para robustecer el sistema de pensiones dominicano, en el que los trabajadores afiliados van acumulando un fondo con sus contribuciones y las de los empleadores; dicho fondo crece de manera

importante con la rentabilidad de las inversiones que para sus afiliados logran las AFP, al punto que, del total acumulado en la actualidad en los fondos de pensiones, en promedio ya más de un 50% ha sido producto de dichas ganancias a favor de los afiliados.

Este ahorro previsional, cuyo objetivo es financiar las pensiones de los trabajadores y que en diciembre 2021 superó los RD\$754 mil millones, también ha contribuido, en promedio, a un 22% del crecimiento económico registrado desde 2003 -permitiendo que cientos de miles de personas salgan de la pobreza-, dando liquidez al sistema financiero, e impulsado y dinamizado el mercado de valores, lo que ha facilitado el desarrollo de importantes proyectos en sectores de alto impacto económico y social, como son energéticos, agroindustriales, turísticos y de infraestructura.

El vigésimo aniversario de la Ley 87-01 es momento apropiado para reiterar, frente a los afiliados y a todo el país, nuestro alto compromiso como administradores del ahorro previsional dominicano, examinar en detalle los logros del sistema y los retos que quedan por delante y realizar los perfeccionamientos necesarios para que, de manera sostenible, el sistema pueda otorgar más y mejores pensiones a los trabajadores afiliados y seguir contribuyendo con la estabilidad y el desarrollo económico y social de la República Dominicana.

Kirsis Jáquez
Presidenta Ejecutiva

1

PROSPERIDAD Y PENSIONES: LAS REFORMAS PENSIONARIAS Y EL CAMINO POR DELANTE

David Tuesta y Diego Valero

1. Prosperidad y pensiones

La palabra prosperidad -del latín *prosperitas*- es una de esas palabras de nuestro vocabulario que manifiesta la aspiración y deseo de la humanidad por los buenos resultados en todo aquello que emprendemos. La definición, por supuesto, se asocia a la búsqueda de un conjunto de elementos materiales e inmateriales que nos brinden plena satisfacción. Así, desde una perspectiva del ciclo de vida, se entiende que este deseo debiera trascender todas nuestras etapas, incluso en la última de nuestras vidas, la que podría identificarse a partir de la etapa de jubilación, en la que dejamos de pertenecer formalmente a la parte activa del mercado laboral.

Contar con un conjunto de recursos suficientes que nos permita seguir teniendo una vida digna hasta la etapa de retiro se constituye en uno de los objetivos centrales para cualquier ser humano, el mismo que ha ido insertándose como un derecho fundamental en las legislaciones modernas de los países desde la primera mitad del siglo pasado a través de la instauración de los programas de seguridad social donde la atención de diferentes riesgos en el mercado laboral, entre ellos el de falta de ingresos como consecuencia de inactividad laboral en vejez, vienen siendo desarrollados a través de diversos sistemas de pensiones. Es así como las pensiones se constituyen sin duda en un elemento clave en la búsqueda de la prosperidad.

Desde los fundamentos de protección para la vejez planteados por Bismarck a finales del siglo XIX hasta las innovaciones de sistemas pensionarios basados en cuentas de ahorro individual, la preocupación de los países ha estado en la aproximación a un escenario que contribuya a satisfacer las necesidades en esa etapa, entendiendo los límites que imponen los principios económicos de la escasez de recursos, que llevan a buscar los equilibrios que hagan de los sistemas sostenibles en el largo plazo. De hecho, las economías en el mundo han ido aprendiendo durante décadas las diferentes dificultades en el campo de la economía y la política que obstaculizan la ruta hacia ese equilibrio. En los últimos tiempos, el mundo ha ido caminando hacia dicha realidad, entendiendo el fin de la generosidad de los sistemas sostenidos en los inmensos bonos demográficos que tenían las sociedades y que incentivaron a cerrar los ojos ante la escasez evidente que se veía en el futuro. Hoy, no hay sistema de pensiones que no esté ajustándose a una realidad completamente distinta cuando, a los riesgos demográficos, se le suman otros desde el campo financie-

ro, tecnológico y shocks imprevistos, como los sanitarios (pandemias) y mayor frecuencia de daños de fenómenos naturales en los mercados laborales (Loayza, 2012).

Los países emergentes, y principalmente en Latinoamérica, acechados por la insostenibilidad de sus finanzas ante políticas irresponsables del pasado, se vieron forzados a emprender una senda de reformas profundas en los noventa, con varios países de la región incorporando los esquemas de ahorro individual en el centro de sus sistemas pensionarios. La República Dominicana entró en esa senda de reformas a principios de este siglo, con la puesta en marcha de una reforma de enorme trascendencia que ha generado cambios fundamentales en la economía y sociedad. Estando a dos décadas de haberse encaminado en este proceso, es un buen momento para plantearse reflexiones fundamentales respecto a lo avanzado y a los retos futuros desde una visión global y local.

2. ¿Qué es lo que hemos aprendido sobre las pensiones en lo que va de este siglo?

Esta es la pregunta que se plantea Nicholas Barr en el capítulo 2 del libro. Desde una perspectiva global, la sección comienza centrándose en el ABC de los sistemas, del cual muchos hacedores de política económica se olvidan cuando se plantean reformar las pensiones. Lo primero que hay que hacer cuando se quieren transformar los sistemas es identificar sus objetivos y comprender que estos son multidimensionales: se puede querer satisfacer el consumo, brindar aseguramientos múltiples, aliviar la pobreza y redistribuir. Y de todo ello se desprende, evidentemente, que la

consecución de uno de los objetivos puede estar en contradicción con otro, por lo que las restricciones presupuestarias (tanto públicas como privadas) que se aprenden en los cursos básicos de economía, siempre están presentes de forma transversal.

También enfatiza Barr que no existe un único sistema que funcione bien por varias razones: los responsables de la formulación de políticas pueden atribuir diferentes pesos relativos a los objetivos, incluidas las opiniones sobre la importancia del alivio de la pobreza y cómo deben repartirse los riesgos intergeneracionales e intrageneracionales. Asimismo, el patrón de las limitaciones económicas, institucionales y políticas puede ser diferente en cada país. Ello porque si los objetivos difieren y las limitaciones difieren, el óptimo generalmente será diferente en cada realidad.

Durante el último siglo también se ha hecho patente en todo el globo que existen transformaciones que afectan a los sistemas de pensiones de forma transversal. Los cambios demográficos reflejados en una mayor longevidad y menor fecundidad presionan a todos los sistemas. En otro tanto, es claro que la forma en que se fueron consolidando los sistemas durante el siglo pasado contemplaban estructuras sociales, laborales y familiares que ahora se encuentran bastante alejadas de la realidad. Los sistemas de pensiones, por tanto, requieren ser adaptados a nuestro tiempo.

Los avances de los sistemas de pensiones en el mundo fueron incorporando nuevos esquemas que abrían espacio a un mayor uso de la elección de cada partícipe en diferentes ámbitos. Si bien los principios de la teoría de mercado resaltan las bondades de la elección como pieza importante de la mejora del bienestar de los

agentes económicos, estos principios funcionan bajo diferentes supuestos que en varias ocasiones no terminan presentándose. Barr, en el capítulo 2, cita varias evidencias desde la literatura reciente respecto a los bajos niveles de ahorro, la no elección de los individuos a pesar de ofrecérseles múltiples alternativas, o finalmente la toma de malas decisiones. En un tema crucial como la búsqueda de alternativas para mitigar la vejez puede producirse efectos muy lamentables.

Y es que el proceso de decisión sobre algunos temas, y sobre todo relevantes en el ciclo de vida, como lo es el ahorro para las pensiones, reviste varias problemáticas. La literatura encuentra enormes complejidades que difícilmente pueden ser procesadas respecto a lo que será el futuro en términos de necesidades, ingresos, retornos de las inversiones y el costo de una renta vitalicia. La economía conductual ha evidenciado también los problemas de dejadez e inercia que tienen los seres humanos que limitan la toma de decisiones, no obstante saber de antemano que elegir por un cambio es bueno para ellos. Igualmente, varios sesgos de comportamiento de las personas que nos alejan del *homo economicus* confabulan a que el proceso de elección finalmente no lleve hacia decisiones que redunden hacia un mayor bienestar, tales como la racionalidad y fuerza de voluntad limitada. Lo anterior finalmente se refleja en consecuencias no deseadas lo que implica subrayar los temas clave que deben ser considerados en un sistema de pensiones, tales como el rol central de la obligatoriedad, simplificar las opciones de elección, incluir buenas alternativas por defecto y hacer más eficiente la gestión de los planes.

Más allá de la mayor o menor prevalencia de todas estas características, al final cada realidad va definiendo un sistema de pensiones. Y la definición de este debe tener en cuenta el objetivo final, que es transferir el consumo a lo largo del tiempo. Pero, si no se almacena la producción actual, eso no es posible para el conjunto de la sociedad. Desde un punto de vista agregado, la función económica de las pensiones es dividir la producción total, a lo largo del tiempo, entre trabajadores y pensionistas. Esta división puede resultar en diferentes recetas, donde los diferentes riesgos que las personas enfrentan en la vejez son repartidos de diferentes maneras. Pero al final, la búsqueda del resultado final de un plan de pensiones, que sea sostenible, se encuentra definida por las condiciones paramétricas y de financiamiento.

Revisando los fundamentos conceptuales y experiencias de diferentes países, Barr delinea las diferentes formas de estructurarla. Se resalta así que durante el presente siglo han venido tomando mayor preponderancia las pensiones no contributivas; un esquema que tiene protagonismo tanto en países desarrollados como emergentes. El elemento clave de la implantación de un pilar no contributivo está condicionado por las condiciones o capacidades contributivas de la población y los acuerdos sociales en el ámbito redistributivo a través de los impuestos. La interacción entre los pilares contributivos y no contributivos en el diseño pensionario terminará definiendo el resultado final de pensión a disfrutar en el período de vejez. Y luego hay que considerar las diferentes alternativas en las que las personas pueden disfrutar de su pensión, que pueden ir desde porcentajes altos de liquidez hasta combinaciones de rentas vitalicias que interactúan en diferentes sub-etapas de la jubilación.

Concluye Barr, en el capítulo 2, indicando que una de las principales consecuencias de los cambios en la naturaleza del trabajo es que las cotizaciones relacionadas con la situación laboral del trabajador son ahora menos eficaces que en el pasado para conseguir una buena cobertura; lo que lleva cada vez más a confiar menos de forma exclusiva en las cotizaciones relacionadas con el empleo. En la medida en que esto es así, se va presentando cierta convergencia entre las economías avanzadas y las que tienen más informalidad, lo que se plantea como un reto clave para el discurrir del presente siglo.

3. La problemática de la economía informal

No todas las sociedades en el mundo se organizan igual ni enfrentan los mismos problemas. En la mayor parte del mundo emergente, uno de los fenómenos más protagónicos es la presencia de la economía informal, entendida como aquellas actividades que se desarrollan bajo marcos institucionales distintos al que se encuentra estipulado en las leyes y regulaciones del Estado. Tal como lo reconoce North (1989) el mundo informal desarrolla sus propias reglas no escritas bajo las cuales permite la interacción entre los agentes, y la interrelación paralela con las estructuras formales.

Así, si bien las reglas formales establecen un marco normativo para el diseño y funcionamiento de los sistemas de pensiones, el mundo informal no participa en ellos en la práctica, al margen de su obligatoriedad. Si bien la explicación del fenómeno de la informalidad es multidimensional, una de las razones de fondo es el funcionamiento de los mercados laborales en el

mundo emergente, donde conviven agentes económicos de baja productividad laboral con extracostos de contratación, donde las contribuciones a la seguridad social pueden ser percibidas como altas. Lo anterior sumado a las condiciones de autoempleo, la alta irregularidad en el flujo de ingresos y la extremada atomización del tejido empresarial hace difícil para un Estado configurar un sistema de funciones bajo marcos similares que tienen los sistemas de pensiones tradicionales.

Los sistemas de pensiones tradicionales cuentan con varios denominadores comunes: la obligatoriedad del aporte de un porcentaje del salario; cotizar de manera efectiva durante un período de tiempo establecido y la generación de derechos a partir del período de cotización. Dadas las condiciones de la economía informal comentadas en el párrafo previo, es difícil imponerles el diseño típico. Tal como lo señala David Tuesta en el capítulo 3, es importante entender bien al sector, comprender las barreras que limitan la posibilidad de ahorrar sistemáticamente para la vejez, y buscar alternativas que reduzcan la vulnerabilidad que enfrenta este colectivo en vejez.

En el capítulo 3, se describen algunas de las barreras principales que bloquean el desarrollo de sistemas pensionarios, tales como los bajos niveles de ingresos, aspectos culturales, la volatilidad de los flujos monetarios, sesgos conductuales acentuados en colectivos de ingresos bajos, funcionamiento del mercado laboral y fallas que imposibilitan el desarrollo de mercados que atraigan el interés del sector financiero para impulsar, al menos, planes voluntarios. Entendiendo la presencia de estas barreras, se han venido desarrollando varias iniciativas en diferentes países emergentes bajo el concepto de micropensión, que

son esquemas que buscan el desarrollo de nuevas formas que incentiven el ahorro voluntario o semivoluntario, adaptándose a la realidad de un amplio segmento que enfrentan estos obstáculos.

Así, hay algunas características clave que van definiendo nuevos mecanismos de jubilación adaptados al mundo informal. En primer lugar, estos sistemas permiten la cotización en tiempos e importes irregulares. En segundo lugar, lo anterior implica que los derechos a recibir también son flexibles, dependiendo del volumen de aportes. En tercer lugar, considerando que el sector informal suele estar expuesto a mayores vulnerabilidades e imprevistos que condicionan requerimientos de liquidez, estos esquemas pensionarios plantean reglas para su acceso, aunque estableciendo otras herramientas que desincentiven esta posibilidad. En cuarto lugar, entendiendo que lo que se busca es la construcción del aseguramiento a largo plazo que puede verse perjudicado por las necesidades de liquidez, los esquemas de micropensiones con mayor éxito buscan “anclar” aseguramientos a riesgos importantes, como el de muerte accidental y salud, que cuentan con mayor tangibilidad para las personas en el corto plazo respecto al aseguramiento de vejez. Ello requiere la conformación de incentivos monetarios y no monetarios; la incorporación de técnicas evidenciadas por la economía conductual y un uso cada vez más intensivo de soluciones digitales. Finalmente, se requiere la construcción de un *market place* que permita la integración de una oferta y demanda disgregada, con el fin de generar escalabilidad.

4. La economía conductual y las pensiones

En el capítulo 4 del libro, Diego Valero resalta la importancia de las herramientas de la economía conductual, la misma que viene siendo implementada cada vez con mayor intensidad en los sistemas de pensiones de varios países del mundo con interesante éxito.

La economía conductual se presenta como una síntesis de principios económicos que se combinan con otros que provienen de la sociología y la psicología, para entender los mecanismos que se activan en la toma de decisiones, poniendo de manifiesto que los seres humanos tenemos limitaciones cognitivas que nos impiden tomarlas de forma plenamente racionales. Ello lleva a poner en duda los supuestos del funcionamiento de los mercados donde los agentes económicos son capaces de obtener información y procesarla; sus preferencias son constantes; no existe posibilidad de arbitraje y se elige siempre la opción con mayor valor.

Lo que encuentra la economía conductual es que nuestro cerebro no puede abarcar toda la información disponible y por ello utiliza estrategias heurísticas (Kahnemann y Tversky, 1979), que son atajos mentales, útiles porque nos conducen a estimaciones subjetivas de la probabilidad de ocurrencia de un evento, pero también imprecisos, pues pueden generar errores sistemáticos, llamados sesgos. Esto contrasta con el paradigma clásico del *homo economicus* que piensa y escoge siempre de forma racional utilizando toda la información.

Bajo el marco de la economía conductual, el proceso de toma de decisiones del *homo sapiens* se basa en un análisis donde

las ganancias y las pérdidas son percibidas no en valor absoluto, sino sobre un nivel de referencia; sus decisiones suelen ser conservadoras en el terreno de las ganancias, y arriesgadas en el de las pérdidas; y, las personas se ven más afectadas por las pérdidas que por las ganancias. Entendiendo la naturaleza de estos sesgos, la economía busca potenciar estas debilidades en favor de las personas. Por ejemplo, el uso de estímulos para re-conducir el comportamiento, bautizado como *nudges* por Thaler y Sunstein (2009) se ha convertido en una de las más potentes herramientas de la economía conductual, pues actúa directamente sobre el “sistema de pensamiento¹” (Kahneman, 2011), que es rápido, instintivo y emocional, y que es por el que pasan más del 95% de nuestras decisiones.

Lo anterior ha sido llevado al campo de las pensiones, donde los trabajos de Thaler y Benartzi (2004) fueron de los primeros en avanzar mediante el uso de mecanismos para favorecer el proceso de la toma de decisiones para el ahorro para la vejez. Esto porque ahorrar para el futuro no es fácil, e incluso puede convertirse en una experiencia dolorosa a partir de detraer recursos para un fin cuyos beneficios no son inmediatos, lo que aumenta la sensación de pérdida. Por ello, los mecanismos que se han venido implementando para transformar la sensación de pérdida actual en una de mayor satisfacción, implica trabajar sobre las brechas mentales que existen entre el presente y el futuro que nos impiden relacionar nuestra etapa actual con la que tendremos al momento de jubilarnos. Para lograr ello, la economía conductual nos enseña que hay que superar algunas taras evidentes que los seres humanos tenemos, y que en las finanzas se reflejan claramente, como

1 Frente al sistema 2, que es lento, deliberativo y lógico

es el del autocontrol y la procrastinación; la inercia en nuestras decisiones y la aversión a la pérdida. La evidencia que ha venido encontrando la literatura tanto en el ámbito experimental como en algunos sistemas en el mundo es sumamente prometedora.

Valero analiza el caso del programa *Save more tomorrow* de Thaler y Benartzi (2004). Este programa se basa en detectar los sesgos conductuales que frenan el ahorro, y con *nudges* adecuados, convertirlos en oportunidades para mejorar el ahorro. Para evitar la aversión a la pérdida, se establece un compromiso de ahorro futuro cuando la persona aumente sus ingresos, de forma preestablecida, acordada, viable y siempre con posibilidad de no realizar la aportación llegado el momento, que no se produce en general porque se crean inercias, con las opciones por defecto, y la afiliación automática (los trabajadores automáticamente quedan afiliados al plan de ahorro) es el *nudge* que ataca la falta de autocontrol.

Save more tomorrow consiguió multiplicar por cuatro las aportaciones promedio en cinco años, y hoy en día, con más de la mitad de los planes de pensiones más extendidos en EE. UU. (planes 401k), siguiendo esta filosofía conductual, el crecimiento en aportaciones aumenta a ritmos medios del 8% anual. El programa anterior se aplicó a gran escala en el Reino Unido, a través del National Employment Savings Trust (NEST), puesto en marcha en 2012, y seis años después de su creación, tras un período transitorio de aplicación, más de nueve millones de personas están afiliadas a NEST, con más de 600.000 empresas, y sólo un 8% de los afiliados por defecto han decidido salir voluntariamente del sistema. Asimismo, similares programas a gran escala existen en

Nueva Zelanda, Chile, y otros organismos multilaterales lo vienen expandiendo a través de pruebas piloto en diferentes geografías.

Los esquemas de economía conductual tienen un interesante espacio de desarrollo a futuro, y sus éxitos los respaldan. Valero concluye en el capítulo 4 subrayando que las oportunidades que se presentan, a partir de los efectos que la pandemia del Covid19 ha traído al mundo, para continuar expandiendo los mecanismos que pueden mejorar nuestras actitudes y decisiones respecto al período de retiro.

5. Los avances de la reforma de pensiones en la República Dominicana

¿Qué avances ha logrado la República Dominicana en el ámbito pensionario? Esta es la pregunta que busca responder David Tuesta en el capítulo 5. La República Dominicana marcó un hito fundamental en su seguridad social con la introducción de una reforma estructural a través de la Ley 87-01 que planteó un proyecto de universalización para los ciudadanos dominicanos con tres pilares: contributivo, contributivo subsidiado y subsidiado. Si bien los componentes subsidiados no han sido desplegados completamente, los avances alcanzados son interesantes.

La reforma de pensiones dominicana fue de las últimas en sumarse a las olas reformadoras que tomaron fuerza durante los noventa. Antes del 2001, el sistema estaba bastante alejado de brindar un adecuado nivel de cobertura, de pagar pensiones que fueran suficientes para enfrentar los gastos en vejez y de brindar beneficios que fueran sostenibles en el tiempo. En cuanto a la

suficiencia de las pensiones, los montos pagados eran limitados para los pocos pensionados. En adición, las pensiones no se corregían por la inflación, con lo cual perdían rápidamente su poder adquisitivo, dadas las altas tasas de inflación.

La Ley 87-01 introduce finalmente en 2001 una reforma de carácter estructural, transformando la lógica del funcionamiento de la seguridad social al incorporar los esquemas de ahorro individual, siguiendo la innovación introducida en Chile en los años 80s que ya venía funcionando en algunos países de Latinoamérica. El modelo dominicano también consideraba complementos subsidiarios para los segmentos de la población con dificultades para ahorrar en el sistema que, a la fecha, siguen todavía pendientes de implementarse.

Aunque veinte años de reforma es quizá todavía un período corto para valorar lo que es capaz de brindar un sistema previsional, es posible observar los primeros resultados que nos demarcan el camino que se requiere continuar recorriendo. Así, por ejemplo, en temas de cobertura laboral se aprecia que la República Dominicana está en un recorrido intermedio respecto a Latinoamérica, aunque observándose que los problemas de elevada informalidad lastran mejores resultados. Enfrentando este enorme reto, esto no ha sido óbice para que el sistema haya logrado acumular alrededor del 16% del PBI en activos gestionados gracias a su buena gestión que ha propiciado rentabilidades importantes en favor del ahorro del afiliado.

Tuesta analiza también en el capítulo las tareas pendientes del sistema. Más allá de los problemas estructurales del país que están detrás de los resultados, es de enorme relevancia que

los gobiernos vayan buscando espacio para incorporar los componentes sociales que el sistema de pensiones ha dejado pendientes. Igualmente, en el ámbito regulatorio, se necesita seguir avanzando en mejorar el régimen de inversión a fin de apuntar a una diversificación más amplia que coadyuve a mantener el correcto binomio rentabilidad ajustado al riesgo.

Finalmente, el capítulo desarrolla un análisis econométrico para intentar encontrar una respuesta más clara a la baja participación en el ahorro y al nivel de las comisiones de administración. Esta primera aproximación, aunque con pocos años de información, y que requiere seguir midiéndose, nos muestra que la baja escalabilidad del sistema -aunque irá mejorando- repercute sobre las dificultades para participar. Igualmente se observa que las rentabilidades se constituyen en un valor agregado clave del sistema de pensiones y que irán contribuyendo a hacer el sistema más eficiente.

6. La República Dominicana y los desafíos en la gestión de portafolios

En el capítulo 6, Edgar Robles presenta un análisis de cuáles son las principales características y desafíos de la gestión de las inversiones del Régimen Contributivo de cuenta individual. Como ha ido quedando claro en los puntos anteriores, la gestión de las inversiones se constituye en el valor agregado fundamental de los esquemas de capitalización individual, por lo cual la aspiración a desarrollar una estrategia de inversiones óptima es fundamental para el beneficio de los afiliados del sistema de pensiones dominicano.

El capítulo inicia explicando la importancia de la rentabilidad para los fondos de pensiones de capitalización individual. Diferentes estudios, como el de Whitehouse (2000), estima que una diferencia de un 1% en la rentabilidad en una cuenta individual de pensiones puede explicar una diferencia de hasta 20% en la pensión financiable con la cuenta individual, luego de 40 años de acumulación. Al respecto, Robles realiza un ejercicio propio partiendo de la representación de un trabajador dominicano que tiene un salario de 30.000 pesos mensuales y que cotiza un 10% de su salario a un fondo de pensiones de cuenta individual. Asumiendo que 1,5% de su salario va a comisiones de administración, que el salario crece en términos reales un 1% al año, que la tasa de rentabilidad real es del 4% anual y que existe una densidad de cotización del 100%, se concluye que la rentabilidad puede llegar a explicar casi $\frac{3}{4}$ partes (74%) del saldo acumulado en la cuenta individual de pensiones tras 40 años de ahorro. Este porcentaje variaría desde un 49% después de 20 años de acumulación hasta el 74% mencionado.

La búsqueda de estas mayores rentabilidades, ajustadas al riesgo, descansa en tener en cuenta los principios rectores de las inversiones, basados en la gestión de riesgos por medio de la diversificación de los portafolios de los fondos de pensiones. De manera muy clara se explica que la regulación de los fondos de pensiones de contribución definida en los países de Latinoamérica ha tratado de forzar la diversificación de los portafolios por medio de la imposición de límites o restricciones cuantitativas a las inversiones, cuando lo adecuado es buscar la diversificación de los portafolios siguiendo principios como el estándar de la persona prudente, tal como lo promueve la OECD.

Así, si nos comparamos con los principios mencionados, encontramos que, en el caso de la República Dominicana, una diversificación plena de los portafolios no es factible porque no se permiten inversiones en el exterior y porque el mercado local no provee suficientes instrumentos de renta variable. Por lo tanto, el país no puede dar el paso al ofrecimiento de multifondos y fondos generacionales a los afiliados, lo cual tiene un costo en términos de rentabilidad y una mayor exposición a riesgos. Y esta situación no es sólo de la República Dominicana. Al repasar la forma en la que se invierten los fondos de pensiones en la región se concluye que las mismas están sesgadas hacia los mercados locales, en instrumentos de deuda y emitidos por el sector público, lo cual va en el sentido opuesto a una sana diversificación.

Robles finalmente analiza la estructura de las inversiones de los fondos de pensiones dominicanos, identificando los principales riesgos a los que se exponen esas inversiones. Se observa así que los portafolios de los fondos de pensiones del país se están viendo expuestos a un riesgo de inversión alto por la concentración casi exclusiva en títulos de renta fija y de emisores nacionales, a un riesgo de crédito o de emisor alto por la elevada proporción de las inversiones que se mantienen en títulos del sector público y por un riesgo de liquidez alto por la proporción de los títulos que vencen en plazos cortos, lo cual está determinado por la limitada cantidad de bonos de largo plazo que se ofrecen en el mercado bursátil local.

También se destaca la necesidad de revisar la garantía mínima de rentabilidad pues la literatura ha demostrado que puede llevar a los gestores de los fondos a tomar posiciones pasivas y de corto plazo en detrimento de la rentabilidad e intereses de los

afiliados. Por último, la sección seis presenta las principales conclusiones y recomendaciones para mejorar el gobierno de las inversiones del sistema de pensiones dominicano.

7. Valorando el sistema de pensiones dominicano a partir de un modelo de largo plazo

La población dominicana sólo ha tenido hasta el momento la visión de la fase de acumulación, en la cual las aportaciones realizadas a la Cuenta de Capitalización Individual (CCI) del afiliado, y las rentabilidades generadas por éstas van acumulando un saldo que permitiría pagar prestaciones en su vejez. A partir de ahora y progresivamente, el sistema de pensiones empezará a pagar prestaciones de vejez a los afiliados que vayan cumpliendo los requisitos para pensionarse, y, por tanto, poco a poco, se empezará a disponer de una foto más completa del sistema que permitirá analizar con claridad la fase de acumulación y la fase de desacumulación, es decir, la comparación entre esfuerzo contributivo y prestaciones recibidas.

Es justamente respecto a este último punto que Manuel Lozano y Diego Valero, a partir de un modelo actuarial que han desarrollado para la República Dominicana, estiman los resultados esperados del sistema. A partir de la data y la información estadística publicada por la Superintendencia de Pensiones, y aplicando ciertas hipótesis sobre el comportamiento de algunas variables, se busca encontrar las pensiones de vejez del colectivo de afiliados que subyacen en el diseño teórico del sistema, y a partir de éstas, las correspondientes tasas de reemplazo.

El análisis comienza primero revisando los resultados teóricos del modelo. Es decir, asumiendo determinados comportamientos de la población dominicana, bajo las condiciones actuales de aporte y rentabilidades esperadas para el promedio de todos los afiliados, el sistema brinda como resultado estimado una tasa de reemplazo del 33%. Esta aproximación agregada, sin embargo, da una información inexacta del funcionamiento del sistema de pensiones, debido a que las condiciones socioeconómicas de los afiliados no son las mismas, hecho que tiene implicancias en su capacidad de generar densidades de cotización adecuadas como consecuencia de su situación y carreras laborales.

Ahora que ya han pasado casi 20 años desde que la Ley 87-01 estableció el Sistema Dominicano de Seguridad Social (SDSS), y entró en vigor el régimen contributivo para pensiones, se pueden analizar los resultados a partir de la data actual, y compararlos con el diseño teórico del sistema mencionado arriba. Teniendo en cuenta la data y la información estadística publicada por la Superintendencia de Pensiones, de las hipótesis consideradas, y añadiendo a la información facilitada por las AFP sobre saldos promedios acumulados en la cuenta de capitalización de los afiliados, y sobre la densidad de cotización producida durante estos años, Lozano y Valero proyectan las pensiones de vejez que otorgaría el sistema y se ha analizado su grado de suficiencia tomando como referencia las ya mencionadas tasas de reemplazo. Así, en este caso, se obtendría que la tasa de reemplazo promedio, suponiendo un escenario central de rentabilidad del 10% anual nominal, se situarían en el 30,5%, lo que implicaría un descenso de 2,5% puntos respecto al escenario teórico proyectado anteriormente, y que se explica principalmente por la densidad de cotización, que se ha situado en torno al 75%.

Las estimaciones permiten observar diferentes resultados dependiendo de las edades actuales de los afiliados, las diferentes densidades de cotización, y cómo ello permite acceder efectivamente a la jubilación. Este hecho marca diferentes pautas para poder encajar tasas de reemplazo razonables para cada situación. También habrá que considerar la posibilidad de acceso a pensión mínima de determinados colectivos que, como consecuencia de ello, aumentará considerablemente su tasa de reemplazo. Hay otras particularidades recogidas de la data utilizada en la modelación, como la estructura salarial y género, que determinan sendas particulares que los hacedores de política deben recoger de cara a apuntalar mejoras a futuro.

Muchas de las debilidades del sistema de pensiones recaen en las condiciones estructurales del país, destacando los problemas de informalidad que limitan el despliegue del mercado laboral y que redundan en una reducida carrera de cotización. Sin embargo, hay que subrayar el valor protagónico de rentabilidades en la construcción de los fondos que sustentarán las futuras prestaciones. Lozano y Valero calculan que el aporte de las AFPs en la financiación de la prestación es de 43,6%, muy superior a los aportes generados por los aportes del empleador (39,5%) y el del trabajador (17,0%). El valor agregado aportado por el sistema es sin duda encomiable.

8. Los efectos socioeconómicos de 360° del sistema de pensiones dominicano

Además del alto valor agregado que el sistema de ahorro individual ha brindado en la construcción de las pensiones en la

República Dominicana, este ha tenido un rol protagónico sobre toda la economía. De esto último se suele hablar poco, no obstante, desde el inicio de sus actividades en 2003, el sistema ha contribuido de forma relevante al mayor crecimiento, prosperidad y bienestar económico de todos los dominicanos a través de diversos canales de transmisión. Edgar Robles, David Tuesta y Diego Valero toma este tema y lo analizan al detalle en el capítulo 8.

La presencia del ahorro privado en pensiones selló una de las fuentes de mayores déficits fiscales y endeudamiento, y gracias a ello se ha ido disminuyendo el riesgo país y las tasas de interés a las cuales se financian familias y empresas en el ámbito doméstico, lo que ha dado origen a un mayor inversión y crecimiento. Pero también el mayor ahorro privado ha permitido sin duda un mayor desarrollo de los mercados financieros y al financiamiento para la inversión, aportando decididamente a disminuir los costes de financiarse y de esta forma apoyar el crecimiento de empresas de todos los tamaños.

Lo anterior, con seguridad, ha dado espacio a que se despliegue mayor empleo evitando que la informalidad y los actuales niveles de desempleo sean mayores. Finalmente, no se puede dejar de mencionar los efectos sobre la disminución de la pobreza. En efecto, existe un amplio consenso en la literatura económica que el crecimiento económico sostenido puede tener un impacto enorme en la disminución de los indicadores de pobreza. Por tanto, como concluyen Robles, Tuesta y Valero, la contribución que ha tenido la instauración del sistema privado de pensiones en el crecimiento económico en el país se ha trasladado también en mejoras en las condiciones de vida de todas las familias dominicanas.

Los impactos que el sistema privado de pensiones tiene sobre el crecimiento han sido constatados en algunos estudios realizados para diferentes países latinoamericanos, no obstante, no existe ninguna fuente relevante que haya explorado de forma exhaustiva estos efectos para la República Dominicana. Más aún, ninguno de los estudios explorados para la región ha recogido el efecto inclusivo que puede tener el ahorro privado sobre indicadores sociales, como la disminución de la pobreza, vía el efecto del crecimiento económico. En ese sentido, buscando cerrar esta brecha de conocimiento se cuantifican los efectos que el sistema privado de pensiones ha traído sobre el bienestar económico amplio en el país. Para ello se desarrolla un modelo conceptual que valora lo que significó la introducción de la reforma permitiéndonos identificar impactos positivos amplios y relevantes macroeconómicos y sociales.

De acuerdo con las estimaciones que arroja el modelo, el sistema de ahorro individual ha permitido que República Dominicana crezca más de 1 punto porcentual adicional cada año entre el período 2003-2019 en su estimado medio. Este aspecto, que por primera vez ha sido calculado para el país, se ha constituido en un elemento central de las mejoras experimentadas en las últimas dos décadas. En términos acumulados encontramos que durante este período el aporte del sistema privado de pensiones al crecimiento de la economía ha sido de 22%, lo cual denota el rol central del sistema privado de pensiones para todo el país en su conjunto.

Uno de los efectos que el capítulo destaca es el papel directo que la reforma previsional ha tenido sobre el ahorro nacional y sobre la inversión. Así, se identifica que el impacto anual sobre la

relación ahorro-inversión ha sido de 0,89% anual, lo que ha permitido efectos multiplicadores favorables sobre diversos sectores productivos del país que a su vez ha brindado mayores oportunidades de empleo y consumo para toda la población dominicana. Y es que la presencia del ahorro privado ha traído además la posibilidad de contar con diferentes mecanismos de financiamiento y de mayor profundidad, lo que es recogido a través de la medición de índice de desarrollo financiero del país que ha ido mejorando a ritmo de 0,21% adicional por año. En general, estos resultados confirman el hecho que la economía de la República Dominicana se ha beneficiado de la reforma previsional de una cantidad de financiamiento neto que ha sido puesto a disposición de sus ciudadanos a través de mecanismo mayores y más eficientes.

Y en torno a lo anterior, los resultados también son evidentes para el ciudadano de a pie que se ha beneficiado con financiamiento más barato gracias a la presencia por casi 20 años de la reforma del sistema previsional. A través de las estimaciones del modelo se encuentra que el diferencial de tasas de interés en la República Dominicana se ha reducido entre 0,7% y 5,6% durante el período de estudio. Este resultado ha sido de vital impacto para la accesibilidad de crédito y mejores plazos no sólo para las grandes empresas, sino también para la mediana-pequeña empresa y para las personas que, por ejemplo, tienen ahora mejores condiciones para acceder a un crédito de vivienda del que tenían hace veinte años.

La mayor dinámica impuesta por el mayor ahorro previsional e incremento de este como consecuencia de gestión eficiente de los activos que se han incrementado en el tiempo ha sido su impacto sobre el mercado laboral. Considerando que este se

encuentra afectado por problemas estructurales de informalidad y rigidez laboral, ello no ha sido óbice para que la reforma venga teniendo un impacto positivo sobre el empleo del 0,03% adicional cada año. Es decir, el funcionamiento de las cuentas individuales juega un factor clave en cualquier estrategia de promoción de empleo que tenga cualquier gobierno, y no debe perderse de vista el efecto futuro para la mejora de las condiciones de vida de todos los dominicanos.

Un punto interesante del capítulo 8 es el análisis que tiene el desarrollo del sistema privado de pensiones sobre indicadores sociales clave para la República Dominicana. Se encuentra así que el sistema privado de pensiones ha tenido un impacto decisivo sobre la disminución de la pobreza. En efecto, en el escenario medio encontramos que la cantidad de dominicanos que evitaron caer en la pobreza gracias a la reforma de pensiones alcanza las 371.339 personas. Y algo que no es menor es que existe una fuerte evidencia estadística que indica que la distribución del ingreso mejoró con la incorporación del sistema de cuentas individuales en el país, lo que ha permitido que los dominicanos se vean cada vez más iguales y con ello abonar en un mayor equilibrio social dentro del país. Así, la búsqueda de una sociedad dominicana más próspera que incluya paulatinamente a los más vulnerables requiere descansar en un sistema de cuentas de ahorro individual dinámico.

De esta manera, esta investigación concluye que el sistema privado de pensiones ha contribuido no sólo brindando rentabilidades inigualables en favor del ahorro previsional y un escenario de mayor seguridad institucional, sino también proporcionando una mayor sostenibilidad al crecimiento y bienestar social del país.

9. Retos pendientes del sistema de pensiones en la República Dominicana

García y Valero, en el capítulo 9, analizan y cuantifican los retos centrales a los que el sistema de pensiones dominicano deberá hacer frente. Utilizan para ello estimaciones sustentadas en criterios e hipótesis razonables y consistentes con la realidad económica y social actual, que nos permite una visión global.

En el acápite anterior, donde comentábamos el capítulo 8 del libro, veíamos que el ahorro vinculado a las pensiones ha contribuido en promedio en un 22% del crecimiento económico en la República Dominicana. Sin bien esto es muy importante, existen retos imprescindibles orientados a alcanzar una mejor y más adecuada cobertura previsional. Desde un punto de vista biométrico, se debería buscar un mayor equilibrio en la tasa de reemplazo entre mujeres y hombres, lo cual enlaza con otras situaciones que hay que mejorar como la necesidad de elaborar unas tablas de supervivencia y mortalidad propias para el país. En otro tanto, también se considera pertinente establecer mecanismos que permitan vincular la edad de retiro con la esperanza de vida, tal y como cada vez más se está realizando en otros países. Actualmente, la esperanza de vida a los 60 años es de 20,6 años para los hombres y 23,4 para las mujeres. Podría, por ejemplo, vincularse este crecimiento en la edad de jubilación de forma automática a revisiones de la Oficina Nacional de Estadística (ONE), tal vez quinquenalmente, lo que brindará mayor eficiencia y adaptación a la evolución de la sociedad actual. Las estimaciones realizadas en el capítulo 9 muestran que el impacto económico de retrasar un año la edad de jubilación genera una mejora de entre el 2% y 3% en la tasa de reemplazo, de forma acumulativa. Re-

trasar la edad de jubilación de los 60 años actuales a los 65 años, por ejemplo, genera una mejora de entre un 12% y un 14% en la pensión de jubilación.

Otra interesante acción de política puede ser favorecer un sistema de pago de beneficios basado en retiro programado con una renta vitalicia diferida. Es decir, plantear lo que en otros países es un seguro de longevidad para garantizar rentas vitalicias en edad avanzada. Esto con el fin de paliar la disminución progresiva de las pensiones provocada por un aumento de la esperanza de vida, y se constituiría como un seguro de longevidad a partir de los 80 años, que garantizase una pensión vitalicia a partir de esa edad para dar cobertura a lo que se llama la gran vejez. De los cálculos realizados se desprende que, si esta renta vitalicia fuera, por ejemplo, equivalente a la pensión mínima, la renta temporal (entre 60 y 80 años) aumentaría un 10% y el costo adicional se estima que equivaldría a un aporte adicional del 1%.

Otra propuesta que se plantea es la introducción de un seguro de discapacidad vitalicio. En la actualidad, las personas que tienen una discapacidad reconocida perciben una pensión del 60% hasta los 65 años, edad en la que dejan de percibir la pensión de discapacidad, y pasan, en su caso, a recibir la de vejez, que es sensiblemente inferior, dado los años que no ha cotizado a esa pensión por estar en discapacidad. Una ampliación vitalicia requeriría que la prima media de discapacidad fuera del 2,15%, pero si se utiliza el saldo de la CCI para su financiación, la prima del seguro se situaría, aproximadamente, en un 1,70%.

Desde una perspectiva económica financiera, donde hay que prestar particular interés a la rentabilidad, es clave conseguir

una optimización financiera, que implicaría mejorar las inversiones para obtener la mayor rentabilidad posible pero siempre con la perspectiva del riesgo asumido. Esto se logra flexibilizando y ampliando el universo de inversiones, lo que traerá una mayor tasa de reemplazo, pero disponiendo a la vez de los mecanismos necesarios para diversificar y controlar el riesgo de una forma eficiente. Así, permitir las inversiones en el extranjero abriría una puerta de posibilidades para todos los afiliados.

Como comentan García y Valero, lo anterior debe complementarse con otras acciones para mejorar el perfil de las tasas de reemplazo, como, por ejemplo, explorar la cotización tomando como base el salario devengado íntegramente ya que actualmente hay ciertas remuneraciones percibidas por el trabajador en República Dominicana que no son consideradas a la hora de aportar. Se estima que hacerlo permitiría obtener aumentos en la tasa de reemplazo de hasta 3 puntos porcentuales. Otra opción sería la de incluir como cotizables conceptos salariales por los que actualmente no se cotiza, como pueden ser comisiones u otros conceptos, que a efectos de salario sí se contemplan en la declaración ante la Dirección General de Impuestos Internos (DGII), pero que se elude cotizar. Se estima que esto podría suponer un aumento del 15% del salario cotizable, y las mejoras en la tasa de reemplazo llegarían a ser de hasta 6 puntos porcentuales.

Se deben diseñar acciones adicionales en el ámbito del ahorro voluntario, pero considerando el hecho de la existencia de entornos colectivos (por acuerdo de empleadores y empleados) como individuales (por decisión de cada persona). Por ejemplo, en el caso del ahorro previsional colectivo, se pueden pensar en esquemas del tipo *matching contributions*, donde definiendo una

propuesta de aporte inicial de 0,5% del salario a cargo del empleador, otro 0,5% a cargo del trabajador, y de forma creciente alcanzar el 3,0% en total en un período de 6 años, podría aumentar la tasa de reemplazo en un 10% adicional. También se debería considerar un ahorro voluntario de las personas de forma directa, con algunos incentivos fiscales más incentivos inspirados en la economía conductual como, por ejemplo, la afiliación automática. Con ello, García y Valero estiman que si este aporte adicional fuera de 1,0%, se lograría un incremento de 3,0% en la tasa de reemplazo. Los autores exploran los efectos que podrían generarse por una optimización de la gestión de fortalecer las capacidades institucionales y de diseños que faciliten el aporte de los trabajadores informales a través de esquemas simplificados, como el de los monotributos, que podrían traer mejoras de hasta 5% adicional en las tasas de reemplazo.

Finalmente, señalan los autores que será importante considerar los aspectos solidarios que necesitan potenciarse en el sistema en el ámbito solidario, la integralidad de los objetivos de seguridad social, y valorar las consecuencias que ha traído el Covid19 sobre el sistema pensionario, con el fin de reconstruir el ahorro para la vejez, teniendo en cuenta que los retos ya eran enormes antes de la llegada de la pandemia.

2

PENSIONES: ¿QUÉ ES LO QUE HEMOS APRENDIDO EN LO QUE VA DE ESTE SIGLO?²

Nicholas Barr

1. El telón de fondo

Las pensiones son importantes. Importan para la calidad de vida de cientos de millones de ciudadanos de edad avanzada y, de cara a su futuro, depende también de cientos de millones de trabajadores. Son importantes para los resultados económicos nacionales y son importantes a nivel internacional las elevadas tasas de ahorro en China -en parte debido al limitado alcance de la política social- que contribuyeron a los desequilibrios mundiales que formaron parte de la crisis económica de 2008. Por ello, los recientes avances en teoría económica y la experiencia con diseños de pensiones más refinados son ingredientes importantes a la hora de elaborar políticas.

2 El análisis de esta entrega se basa en gran medida en Barr y Diamond (2008, 2010).

Tras una discusión introductoria, la sección 2 de este capítulo describe importantes formas en las que el mundo está cambiando. A continuación, se analizarán los nuevos conocimientos sobre el papel de la elección (sección 3) y los conocimientos más antiguos, a menudo olvidados, sobre la importancia central de los resultados finales (sección 4). La sección 5 esboza algunas orientaciones de política, entre las que se incluyen las pensiones no contributivas, un mejor ajuste a vidas más longevas, planes de ahorro simples, pensiones nocionales de contribución definida, planes nacionales de prestación definida y planes de riesgo compartido. La sección 6 concluye con una breve mirada especulativa al futuro.

1.1 Objetivos múltiples

El objetivo principal de las pensiones es la seguridad económica en la vejez. Para ello, los sistemas de pensiones tienen múltiples objetivos:

- El suavizamiento del consumo permite a una persona transferir el consumo de sí misma durante los años de trabajo a su propia jubilación.
- Seguro: la planificación del futuro se enfrenta a muchas incertidumbres. Las rentas vitalicias abordan el riesgo de longevidad, incluidas las prestaciones de los supervivientes. Los individuos también se enfrentan a los riesgos de los ingresos futuros durante la vida laboral. Estos riesgos pueden asegurarse en parte a través de los seguros de desempleo e invalidez, y quizás también a través de un elemento redistributivo en el sistema de pensiones.

Ahora bien, las políticas públicas tienen otros objetivos:

- El alivio de la pobreza tiene como objetivo asegurarse de que nadie sea pobre en la vejez, por ejemplo, proporcionando una pensión mínima.
- Redistribución: las políticas públicas pueden tener objetivos redistributivos más amplios que el alivio de la pobreza, por ejemplo, pagando pensiones a los trabajadores con bajos ingresos que supongan un porcentaje mayor de sus ingresos anteriores. También puede haber una redistribución hacia las familias, por ejemplo, pagando una pensión más alta a una pareja casada que a una persona soltera. Las diferentes formas de pagar las pensiones también tienen importantes implicaciones para la distribución intergeneracional. Por ejemplo, una nueva pensión de reparto paga prestaciones a personas que trabajaban antes de la creación del sistema, que habrán cotizado poco o nada.³

1.2 El contexto más amplio

La presencia de múltiples objetivos tiene importantes implicaciones.

PLANES Y SISTEMAS

La persecución de múltiples objetivos suele requerir múltiples instrumentos. Así, un sistema de pensiones se compone de diferentes planes de pensiones, ilustrados en el Recuadro 1.

3 En un plan de reparto, las pensiones de los jubilados de hoy se pagan con las cotizaciones de los trabajadores de hoy. Las pensiones de capitalización pagan las prestaciones con los fondos acumulados durante un periodo de años.

Recuadro 1

PLANES Y SISTEMAS DE PENSIONES: ALGUNOS EJEMPLOS

A continuación, se presenta una breve selección (por orden alfabético).

Australia. El sistema comprende (a) la pensión de jubilación, una prestación no contributiva financiada con los impuestos generales, más (b) la afiliación obligatoria a un plan de jubilación de contribución definida, elegido entre una amplia variedad de proveedores.

Canadá. El sistema incluye prestaciones no contributivas financiadas por los impuestos generales, junto con un plan de prestaciones definidas parcialmente financiado que paga las prestaciones medias de la carrera profesional, sujeto a normas de ajuste automático a las condiciones económicas y demográficas.

Chile. La pensión solidaria no contributiva financiada por los impuestos generales se paga al 60% de los beneficiarios de ingresos más bajos, junto con la afiliación obligatoria a un plan de contribución definida elegido entre los proveedores privados que compiten entre sí (el sistema de AFP).

Países Bajos. El sistema consta de dos elementos: una pensión no contributiva, financiada con un impuesto específico sobre la renta, y la afiliación obligatoria de facto a un plan de empleo totalmente financiado, cuyos diseños han evolucionado a lo largo de los años hacia lo que es ahora una forma de acuerdo de contribución definida.

Nueva Zelanda. La jubilación neozelandesa es una prestación no contributiva pagada con los impuestos generales. Un segundo elemento, el Kiwisaver, es un plan de ahorro de afiliación automática, con subsidios para las personas con bajos ingresos, en el que los trabajadores eligen entre varios proveedores que compiten entre sí.

Suecia. Suecia cuenta con un plan de contribuciones definidas nacionales (NDC por sus siglas en inglés) parcialmente financiado, complementado por una garantía de pensión mínima financiada por los impuestos para los trabajadores con una pensión NDC baja. Junto con el plan NDC, es obligatoria la afiliación a un plan de contribuciones definidas totalmente financiado (la pensión Premium), elegido entre múltiples proveedores que compiten entre sí y que están fuertemente regulados, con un sistema por defecto gestionado por el gobierno.

El Recuadro 2 explica una segunda serie de implicaciones de los objetivos múltiples; es decir, que hay buenos principios de diseño de las pensiones, pero no hay un único sistema de pensiones mejor para todos los países. Por lo tanto, no es sorprendente ni problemático que los sistemas descritos anteriormente sean muy diferentes.

Recuadro 2

NO HAY UN ÚNICO SISTEMA DE PENSIONES QUE SEA EL MEJOR PARA TODOS LOS PAÍSES

Los objetivos de las pensiones son múltiples: suavizar el consumo, asegurar, aliviar la pobreza y redistribuir.

La consecución de esos objetivos se enfrenta a una serie de limitaciones:

Capacidad fiscal: una mayor capacidad fiscal facilita la obtención de recursos adicionales.

Capacidad institucional: una mayor capacidad institucional hace factible una gama más amplia de opciones para el diseño de las pensiones.

El valor empírico de los parámetros de comportamiento, como la capacidad de respuesta de la oferta de trabajo al diseño del sistema de pensiones, y el efecto de las pensiones sobre el ahorro privado.

La forma de la distribución de los ingresos antes de la transferencia: una cola inferior más pesada aumenta la necesidad de alivio de la pobreza.

No existe un único sistema mejor por varias razones:

- *Los responsables de la formulación de políticas atribuirán diferentes pesos relativos a los objetivos, incluidas las opiniones sobre la importancia del alivio de la pobreza y sobre cómo deben repartirse los riesgos dentro de las generaciones y entre ellas.*
- *El patrón de las limitaciones económicas, institucionales y políticas será diferente en cada país.*

Si los objetivos difieren y las limitaciones difieren, el óptimo generalmente será diferente.

2. El mundo está cambiando

Destacan dos conjuntos de cambios.

2.1. El envejecimiento de la población

Las causas son dobles. La longevidad está aumentando, lo que implica que, en igualdad de condiciones, la edad de jubilación más temprana debería ser más tardía, lo que se analiza en el apartado 5.2. Al mismo tiempo, la fecundidad está disminuyendo, lo que implica la necesidad de ahorrar más, como se explica en el apartado 5.3.

2.2. Cambio social y económico a largo plazo

La política social de las economías avanzadas en 1950 se basaba en una serie de supuestos: Estados nacionales independientes; norma de empleo a tiempo completo y de larga duración; familias nucleares estables, con un hombre como sostén de la familia y una mujer como cuidadora; y las habilidades, una vez adquiridas, eran para toda la vida. El mero hecho de articular estos supuestos pone de manifiesto lo mal que encajan en el mundo actual.

LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE TRABAJO

Las personas no tienen necesariamente un empleo a tiempo completo durante toda su carrera; tienen períodos de empleo a tiempo completo, de trabajo por cuenta propia, de trabajo a tiem-

po parcial y de tiempo fuera de la población activa. Además, el empleo precario -contratos de cero horas y trabajo en la economía colaborativa- es más común. Una implicación central es que el principio contributivo ya no proporciona la cobertura que tenía antes.

CAMBIO DE LAS ESTRUCTURAS FAMILIARES

Las estructuras familiares se han vuelto más fluidas: la asociación entre el matrimonio y los hijos es más débil y el divorcio más común; y las mujeres tienen cada vez más trabajo remunerado. Una de las consecuencias es la necesidad de elaborar diseños que basen las prestaciones de la mujer en su propio historial de ingresos, y de introducir políticas, como el cuidado infantil asequible, que amplíen las opciones entre el trabajo remunerado y las obligaciones familiares tanto para los hombres como para las mujeres.

CAMBIO EN LAS HABILIDADES DE LOS TRABAJADORES

El cambio técnico basado en las cualificaciones crea la necesidad de más trabajadores, y más cualificados; y la velocidad del cambio significa que las cualificaciones tienen una vida útil más corta. Las cuestiones resultantes incluyen la necesidad de más educación y formación, una educación y formación más diversa, una educación y formación repetida, es decir, el aprendizaje permanente, y la necesidad de financiar estas actividades a gran escala.

En los apartados 5 y 6 se examinan algunas de las implicaciones de estos cambios.

3. Nuevos conocimientos: el papel de la elección

El argumento central de esta parte del debate, basado en los resultados de la economía y la información y en la literatura más reciente sobre la economía del comportamiento, es que la elección debe optimizarse, no maximizarse.

3.1. Algunos hechos

Muchas personas toman decisiones que no les convienen ni a ellas ni a sus familias sobre las cuales deben reflexionarse.

AHORRAR DEMASIADO POCO

Un estudio de la OECD sobre Chile, Francia, los Países Bajos, el Reino Unido y los Estados Unidos descubrió que entre el 29% de los individuos (los Estados Unidos) y el 42% (Chile) no ahorraban lo suficiente, es decir, “tienen un valor actual de los ingresos por pensiones en la jubilación inferior a los ingresos medios por pensiones de los jubilados actuales” (OECD 2014).

ELECCIÓN RETRASADA O NO ELECCIÓN

En Suecia, los trabajadores deben elegir entre más de 800 fondos de inversión privados. En 2011, más del 98% de los nuevos trabajadores no hicieron ninguna elección y, por tanto, fueron inscritos en el fondo por defecto. A pesar de que algunos trabajadores hacen una elección más tarde, en 2016, el 45% de todos los participantes estaban en el fondo por defecto. Un estudio esta-

dounidense (Sethi-Iyengar et al 2004) concluyó que ofrecer más opciones puede reducir la elección.

HACER UNA ELECCIÓN INADECUADA

Hay muchos ejemplos. Algunas personas elegirán fondos de gestión activa cuando los fondos indexados más baratos podrían ser más apropiados. Algunos inversores mantendrán una cartera inadecuadamente diversificada. Muchos inversores no comprenden el fuerte efecto de los gastos administrativos sobre su acumulación; por ejemplo, un gasto de gestión del 1% anual durante toda una carrera reduce la acumulación de una persona en aproximadamente un 20% en comparación con lo que sería sin el gasto.⁴

Las elecciones de los individuos durante la reducción de la deuda muestran problemas paralelos.

3.2. Algunas explicaciones

Estos resultados observados no son sorprendentes, ya que se explican en una amplia bibliografía -objeto de múltiples premios Nobel- sobre la economía de la información y la economía del comportamiento.

4 Barr y Diamond (2010, cuadro 7.2). Véase también "9 de cada 10 estadounidenses subestiman las comisiones ocultas de sus 401(k)", <http://www.nerdwallet.com/blog/investing/2013/hidden-401k-fees-plan-retirement-account-study/>

COMPLEJIDAD

Las decisiones a lo largo de la vida son intrínsecamente complejas. Un trabajador que toma decisiones sobre el ahorro se enfrenta a múltiples incertidumbres:

- Las necesidades futuras dependen de la duración de la vida de una persona y de su familia; de la duración del matrimonio y de las opciones tras el divorcio o la muerte del cónyuge; del número, la edad y la experiencia de los hijos; y de los gastos médicos.
- Ingresos futuros: las personas se enfrentan a la incertidumbre sobre el nivel y la trayectoria temporal de las futuras oportunidades de ingresos.
- Los rendimientos futuros de los activos son inciertos.
- Los precios futuros de las rentas vitalicias estarán muy influidos por las tasas de interés futuras.

CAPACIDAD LIMITADA PARA ABORDAR LA COMPLEJIDAD

Los bajos conocimientos financieros son un problema generalizado y continuo. En una encuesta, el 50% de los estadounidenses no sabía la diferencia entre una acción y un bono. Un famoso estudio de Lusardi y Mitchell (2014) formuló tres preguntas muy básicas sobre finanzas. En Estados Unidos, el 35% de los encuestados respondieron correctamente a las tres, en muchos países de la OECD solo alrededor del 25%. La implicación es que muchas personas no entienden el interés simple, y mucho menos

el interés compuesto, por no hablar del concepto de valores presentes que sustenta las decisiones sensatas sobre las rentas vitalicias. La educación financiera es muy importante, pero no hay que sobrestimar su potencial en este contexto.

FALTA DE ESFUERZO

Incluso si alguien tiene conocimientos financieros, no se deduce que vaya a dedicar la atención necesaria a la gestión de sus asuntos de pensiones. Para ver el alcance de la inercia, basta con observar cuántas personas no trasladan sus ahorros bancarios a una cuenta que paga una tasa de interés más alta. Hay que tener en cuenta que la gestión de la pensión es un proceso continuo a lo largo de la vida laboral y la jubilación, no un hecho puntual como la compra de un coche.

SESGOS DE COMPORTAMIENTO

Una amplia literatura reciente analiza los sesgos de comportamiento (para una discusión no técnica, véase Thaler y Sunstein 2008; Kahneman 2011; Thaler 2015; Valero 2019, 2020). Dichos sesgos pueden dividirse útilmente en dos tipos.

- *La racionalidad limitada* surge cuando un problema es demasiado complejo para que alguien sepa lo que debe hacer, incluso cuando se le presenta la información pertinente (muchos problemas médicos tienen esta característica). Las manifestaciones incluyen:
 - Procrastinación: las personas retrasan la toma de decisiones.

- Inercia: la gente se queda donde está; en teoría, debería dar igual que el plan de pensiones sea optativo o no⁵; en la práctica, la afiliación automática provoca una mayor participación.
- Inmovilización: ante las complejas opciones, muchas personas no hacen nada.
- *La fuerza de voluntad limitada* surge cuando una persona sabe lo que debería hacer, pero no lo hace, el ejemplo más claro es no ahorrar lo suficiente (o no perder peso, no hacer más ejercicio, etc.).

UNA GRAN PREGUNTA, PERO QUE NO SUELE PLANTEARSE

Las explicaciones revisadas son bien conocidas. Lo que rara vez se discute es una cuestión igualmente importante: incluso si ninguno de los problemas señalados anteriormente es significativo, la elección y el seguimiento regular de los ahorros para la pensión requieren tiempo y energía, lo que plantea la cuestión de si un plan de pensiones que requiere tales esfuerzos por parte de cada individuo mejora el bienestar.

3.3. Consecuencias para el diseño de las pensiones

En resumen, los productos de pensiones son complejos y mucha gente elige mal. Así, la estrategia política que se debería

5 Un plan de exclusión voluntaria inscribe a las personas automáticamente, por lo que alguien que no quiere ser miembro tiene que hacer algunos trámites. En un plan de adhesión, la persona tiene que hacer el papeleo para afiliarse.

plantear es doble: el diseño de las pensiones debe ayudar a elegir a las personas que desean tomar decisiones sobre el ahorro y la jubilación; pero el sistema de pensiones debe funcionar bien para las personas que no eligen, y no elegir debe ser una opción aceptable.

Más concretamente, el debate anterior sugiere una serie de indicaciones para un buen diseño de los planes de aportación definida.

1. Hacer que el ahorro para la pensión sea obligatorio, o utilizar la inscripción automática, convirtiendo así la inercia en una ventaja para la gente: una vez inscrita automáticamente, la mayoría de la gente permanecerá en el plan.
2. Simplificar las opciones, por ejemplo, ofreciendo sólo unos pocos fondos claramente diferenciados. Ofrecer menos opciones puede aumentar la participación. En ámbitos complejos, ofrecer menos opciones puede ser una característica de diseño deliberada y útil.
3. Incluir una única opción por defecto para los trabajadores que no elijan. Una buena opción por defecto reducirá automáticamente la exposición al riesgo a medida que el trabajador se acerque a la edad de jubilación.
4. Mantener bajos los costes administrativos desvinculando la administración de la cuenta (es decir, el mantenimiento de los registros) de la gestión del fondo (es decir, las decisiones sobre la elección de los activos de un fondo de pensiones).

4. Un conocimiento más antiguo (pero a menudo olvidado): La importancia del resultado final en un sistema de pensiones

La sección anterior se ha basado en los recientes avances de la microeconomía. Las lecciones más antiguas, sobre la macroeconomía de las pensiones, también son importantes.

4.1. El zombi que no muere

Lo que yo llamo “economía de bar” se refiere a algo que es obviamente correcto, y que todo el mundo sabe que es correcto, pero que está equivocado.

Algunos ejemplos acaban desapareciendo: hoy en día pocos niegan que fumar sea perjudicial para la salud. Pero algunos ejemplos no morirán, en el caso que nos ocupa, el argumento de que las pensiones de capitalización hacen independientes a los pensionistas, y siguen haciéndolo ante el envejecimiento de la población. Resulta chocante que haya rebatido por primera vez este argumento en su forma simple en Barr (1979) y con más detalle en un documento del FMI muy leído (Barr 2000), y sin embargo el zombi sigue regresando.

En su mayor parte, los pensionistas no están interesados en el dinero – trozos de papel de colores con retratos de héroes nacionales – sino en el consumo – comida, ropa, calefacción, viajes en autobús, regalos para los nietos.

Hay dos (y sólo dos) formas de organizar el consumo para los mayores.

- Almacenando la producción actual durante la vida laboral; o
- Construyendo un derecho a la producción futura.

Un trabajador podría intentar asegurar el consumo futuro reservando parte de su producción actual para su uso futuro, de forma similar a como las ardillas almacenan nueces en agujeros en el suelo. Esta “ardilla humana” podría tener un almacén y añadir a su contenido cada año alimentos, ropa, medicamentos, etc. Sin embargo, este enfoque tiene grandes deficiencias.

- Coste: al almacenar latas de judías se renuncia a las ganancias derivadas de mantener los ahorros en activos con una rentabilidad real positiva; y mantener los productos perecederos congelados durante toda la vida laboral tiene costes directos.
- Incertidumbre sobre la duración de la vida, sobre las cantidades que hay que almacenar, sobre los bienes antiguos que pueden desaparecer (televisores analógicos), sobre cómo pueden cambiar los gustos del trabajador (una preferencia por el Chardonnay puede transformarse en una por el Malbec de gran cuerpo) o sobre las limitaciones que pueden cambiar (un exceso de consumo en el pasado puede haber dado lugar a una prohibición del alcohol).
- Servicios: es posible almacenar algunos servicios almacenando el capital físico que los genera, sobre todo mediante

la ocupación de los propietarios. Pero no es posible almacenar los servicios derivados del capital humano, siendo los servicios médicos un ejemplo especialmente relevante.

La conclusión es que la dependencia de la organización del consumo para los años de jubilación mediante el almacenamiento de la producción actual en los años de juventud es un fracaso.

El fracaso del modelo de las ardillas significa que el principal mecanismo de un trabajador es crear derechos sobre la producción futura. Estas reclamaciones podrían organizarse mediante la creación de un montón de dinero (es decir, activos financieros) que podría intercambiar por bienes producidos por trabajadores más jóvenes, o mediante la obtención de una promesa -de mis hijos o del gobierno- de que recibiría bienes producidos por trabajadores más jóvenes después de jubilarme. Las pensiones de capitalización son un ejemplo del primer enfoque, el reparto del segundo.

En resumen, lo que importa es el nivel de producción después de que me haya jubilado; el dinero no tiene sentido a menos que los bienes y servicios estén ahí para comprarlos.

4.2. Una parábola

Consideremos una isla sin contacto con el exterior. Analizo tres casos.

CASO 1: UNA ECONOMÍA CON UN ÚNICO PRODUCTO, LOS ALIMENTOS.

Los alimentos crecen en la copa de altos árboles a los que sólo pueden subir los jóvenes y son perecederos, por lo que no pueden almacenarse (en su artículo seminal, Samuelson (1958) utiliza el ejemplo de las tabletas de chocolate). Así, los mayores sólo pueden consumir lo que los jóvenes cosechan y comparten. Los jóvenes comparten, esperando que la siguiente generación haga lo mismo con ellos. Así, el flujo de beneficios económicos se produce en una sola dirección, de los más jóvenes a los mayores.

CASO 2: UNA ECONOMÍA CON DOS PRODUCTOS BÁSICOS, ALIMENTOS Y CONCHAS DE CAURI.

Para evitar tener que depender del altruismo de la siguiente generación, los jóvenes de hoy cosechan menos alimentos para sí mismos y utilizan el tiempo libre adicional resultante para recoger conchas de cauri para cambiarlas por alimentos cuando se hayan jubilado. Los jóvenes de mañana aceptan las conchas de cauri (que no tienen ningún otro uso que como medio de intercambio) para poder cambiarlas por comida cuando se hayan jubilado. De nuevo, los jubilados tienen que depender de los trabajadores más jóvenes para cosechar los alimentos que consumen.

CASO 3: UNA ECONOMÍA CON DOS PRODUCTOS BÁSICOS: ALIMENTOS Y ESCALERAS.

De nuevo, los jóvenes cosechan menos alimentos para sí mismos, pero, sobre todo, utilizan el tiempo libre resultante para construir escaleras, un bien productivo. Cuando son viejos, dejan que los trabajadores más jóvenes utilicen las escaleras, lo que hace que la cosecha sea más eficiente y, por tanto, permite una mayor cosecha. Los jóvenes comparten la mayor cosecha a cambio del uso de las escaleras. En este caso, el flujo de beneficios se produce en ambas direcciones. La diferencia fundamental con el caso 2 es que los jóvenes acumulan activos productivos, no simplemente un depósito de valor

Consideremos ahora lo que ocurre si la esperanza de vida aumenta, sin que cambien las demás cosas, de modo que el número de trabajadores sigue siendo el mismo pero el número de personas mayores aumenta.

En el caso 1, con un número constante de trabajadores y una tecnología de producción constante, la cosecha de chocolate no cambia, pero tiene que repartirse entre más personas. El consumo medio debe disminuir: los trabajadores, los pensionistas o ambos tienen que consumir menos.

En el caso 2, de nuevo, la producción se mantiene sin cambios, pero tiene que repartirse entre más personas. Si una generación mayor ha recogido más cáscaras de cauri, en principio puede demandar más chocolate, pero lo más probable es que los trabajadores demanden más cáscaras de cauri por tableta de chocolate,

por lo que, de nuevo, los pensionistas, y quizá también los trabajadores, tienen que consumir menos.

En el caso 3, en cambio, la producción aumenta porque las escaleras permiten a los trabajadores obtener una mayor cosecha. Si la producción aumenta lo suficiente, el consumo medio no tiene por qué disminuir, por lo que ni los trabajadores ni los pensionistas tienen que consumir menos.

4.3. Volviendo a la economía: Lo que importa es el producto final

Para los individuos, el objetivo de las pensiones es transferir el consumo a lo largo del tiempo. Pero, si no se almacena la producción actual, eso no es posible para el conjunto de la sociedad. Desde un punto de vista agregado, la función económica de las pensiones es dividir la producción total entre trabajadores y pensionistas.

Esta cuestión se resume en la “prueba de Turner”, expuesta en el recuadro 3.

Recuadro 3

REFORMA REAL O ESPURIA: LA PRUEBA DE TURNER

Ante una propuesta para mejorar la financiación de las pensiones, Adair Turner, presidente de la Comisión de Pensiones del Reino Unido (2005), señaló que si hay problemas para pagar las pensiones hay cuatro y sólo cuatro soluciones

- | | |
|----|--|
| a. | <i>Bajar la media de las pensiones mensuales: esta política reduce el nivel de vida de los pensionistas y corre el riesgo de empobrecer a los mayores;</i> |
| b. | <i>Mantener la pensión mensual, pero a partir de una edad más avanzada: este enfoque es otra forma de reducir la pensión;</i> |
| c. | <i>Aumentar las cotizaciones o los impuestos: esta política reduce el nivel de vida de los trabajadores; y/o</i> |
| d. | <i>Políticas de aumento de la producción nacional (tratadas en el apartado 4.4).</i> |

A continuación, preguntará a los testigos cuál o cuáles de las siguientes políticas proponen. Si no se aplica ninguna de esas políticas, la propuesta es espuria.

Estos elementos se manifiestan de diferentes maneras, dependiendo de cómo se organicen las pensiones.

EL REPARTO ES UN EJEMPLO DEL CASO 1

Como la producción no cambia, los trabajadores tienen que consumir menos (aumento de las cotizaciones) y/o los contribuyentes tienen que consumir menos (aumento de los impuestos), y/o los pensionistas tienen que consumir menos (una pensión mensual más baja y/o un aumento de la edad de jubilación sin un aumento compensatorio de la prestación).

FINANCIACIÓN SIN AUMENTO DE LOS ACTIVOS PRODUCTIVOS; ES EL CASO 2.

En el caso más sencillo, los trabajadores mantienen sus ahorros para la pensión en efectivo (dinero escondido bajo el colchón o en una cuenta bancaria). Cuando se jubilen y empiecen a utilizar sus ahorros, el consumo deseado por los pensionistas superará lo que la generación más pequeña de trabajadores quiere ahorrar, lo que puede provocar un exceso de demanda en el mercado de bienes y, por tanto, una inflación de los precios, reduciendo así lo que los pensionistas pueden permitirse consumir.

Lo mismo ocurre en casos más complejos. Los trabajadores pueden tener sus ahorros en bonos del Estado, que pretenden vender a la siguiente generación para financiar su consumo posterior a la jubilación. Pero como la siguiente generación es más pequeña, su ahorro y, por lo tanto, su demanda de bonos será menor, lo que llevará a un exceso de oferta en el mercado de bonos y, por lo tanto, a unos precios de los bonos más bajos que si las generaciones fueran de igual tamaño. (Para ver esto, supongamos que cada pareja tiene un hijo; así, cada pareja de la siguiente generación heredará dos apartamentos y, en igualdad de condiciones, el valor de los apartamentos caerá).⁶

Y lo mismo puede ocurrir cuando los trabajadores tienen acciones en lugar de bonos en su plan de pensiones, si compensan las mayores tenencias de acciones en su plan de pensiones reduciendo las tenencias de acciones en otras partes de sus carteras.

6 Este ejemplo se debe a Andrés Simonovits.

Lo que importa es si el ahorro se traduce en inversión productiva y en qué medida. Cuando esto no sucede, los trabajadores no obtienen la pensión que esperan.

LA FINANCIACIÓN QUE IMPLICA UN AUMENTO DE LOS ACTIVOS PRODUCTIVOS REPRESENTA EL CASO 3

Supongamos que los trabajadores mantienen su ahorro para la pensión, total o parcialmente, en acciones y que esas acciones financian una inversión productiva adicional. Si, como resultado, la producción crece lo suficiente, el ahorro en efectivo de la generación más pequeña pero más acomodada de trabajadores igualará el desahorro de los pensionistas, evitando los efectos inflacionistas. Si, por el contrario, los trabajadores poseen acciones, ocurre lo siguiente: los salarios suelen seguir el ritmo de la producción. Por lo tanto, el aumento de los salarios implica un aumento de la demanda de activos financieros y, por lo tanto, tiene poco efecto en los precios de los activos. Por lo tanto, no hay un “colapso del mercado de activos”; los pensionistas pueden financiar la pensión real que esperan.

La ampliación del análisis a una economía abierta no cambia significativamente la historia básica (véase Barr 2020, Recuadro 7.4). Aunque la diversificación internacional suele ser útil, no se debe exagerar su impacto, salvo en el caso de las economías pequeñas.

4.4. Implicaciones para el diseño de las pensiones

MÚLTIPLES FORMAS DE AUMENTAR EL CRECIMIENTO

¿Cuáles son entonces las políticas para aumentar la producción o resultado final? Hay dos enfoques estratégicos. El primero es la inversión adicional para aumentar la productividad de cada trabajador individual, mediante:

1. Aumento de la cantidad y la calidad del capital físico y mejorando la asignación del capital; y
2. Aumento de la cantidad y la calidad del capital humano y mejorar la asignación de la mano de obra, por ejemplo, aumentando la movilidad laboral.

Un segundo enfoque, paralelo, consiste en aumentar el tamaño de la mano de obra, mediante:

3. Aumento de la participación de la mano de obra en todas las edades, incluyendo la reducción del desempleo y mediante más guarderías, y más asequibles;
4. Aumento de la edad media de jubilación;
5. Importación de mano de obra directamente, a través de la inmigración; y/o
6. Importación de mano de obra indirectamente, exportando capital a países con poblaciones más jóvenes.

La conclusión es doble:

- La variable clave es la producción.
- La política debe considerar todo el menú de políticas (1) - (6).

MÚLTIPLES FORMAS DE ORGANIZAR EL AHORRO

El aumento de la inversión productiva en capital físico y humano requiere ahorro. Como indica el recuadro 1, hay muchas formas de hacerlo dentro de un plan de pensiones:

- Cuentas individuales de múltiples proveedores privados que compiten entre sí, como en Australia y Chile;
- Cuentas sencillas y más baratas, como el *Thrift Savings Plan* de EE. UU. y las pensiones NEST del Reino Unido (estas últimas se analizan en la sección 5.3, más adelante);
- Planes profesionales de capitalización, como en los Países Bajos;
- Planes nacionales de prestación definida parcialmente financiados, como el Plan de Pensiones de Canadá;
- Planes de prestación definida de riesgo compartido.

Sin embargo, a menudo se pasa por alto que también se puede organizar un mayor ahorro fuera del sistema de pensiones. Un ejemplo es el Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, un fondo soberano cuyo objetivo es invertir en activos producti-

vos a nivel mundial, financiando así la inversión tanto en Noruega (política favorable al crecimiento 1 de la lista anterior) como en otros países (política favorable al crecimiento 6).

5. Algunas orientaciones políticas

Dado que no hay un único sistema de pensiones que sea el mejor para todos los países (Recuadro 2), los diseños que se exponen a continuación muestran lo que hemos aprendido desde el año 2000 y ofrecen posibles mejoras en el contexto de algunos países, pero sin pretender que sean definitivos. Tampoco son los únicos diseños buenos, por lo que no se pretende que la lista sea exhaustiva.

5.1. Pensiones no contributivas

EL DISEÑO

La pensión básica no contributiva, también llamada pensión social, se financia con los impuestos y se paga a tanto alzado en función de la edad y la residencia y no de las cotizaciones.

El principio contributivo suponía que los trabajadores tendrían una larga trayectoria de empleo estable, de modo que la cobertura aumentaría, pero, como se ha comentado en el apartado 2.2, la historia no ha confirmado esta predicción. Con unas relaciones más flexibles en el mercado laboral, los trabajadores tenderán a tener un historial de cotizaciones menos completo. El argumento a favor de las pensiones básicas no contributivas

es que refuerzan el alivio de la pobreza: pueden cubrir a todo el mundo y pueden pagar una pensión lo suficientemente alta como para proporcionar un verdadero alivio de la pobreza. También tienen ventajas en términos de equilibrio de género, ya que las mujeres tienen, por término medio, un historial de cotizaciones más fragmentado.

Hay una serie de instrumentos que contribuyen a que las prestaciones no contributivas sean asequibles, especialmente (a) la cuantía de la pensión mensual y (b) la edad a la que se paga por primera vez la pensión. También es posible (c) someter la pensión a una prueba de afluencia, de manera que los más pudientes no reciban la prestación.⁷

EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Varios países de la OECD cuentan con pensiones no contributivas, como Australia, Canadá, Chile, los Países Bajos (Recuadro 4) y Nueva Zelanda⁸. Chile introdujo una pensión no contributiva en 2008 explícitamente para hacer frente a la pobreza de las personas mayores. Duflo (2003) muestra que en los casos en que (normalmente) la abuela vive con los hijos y los nietos, la pensión no contributiva en Sudáfrica tiene beneficios para toda la familia, incluidos los beneficios para la salud de los niños.⁹ Va-

7 Por ejemplo, en 2010 el 95% de los pensionistas canadienses recibieron la pensión completa de la Seguridad de Vejez, que no es contributiva; y sólo el 2% de los beneficiarios de mayores ingresos no recibieron ninguna pensión de la Seguridad de Vejez.

8 Véase el número especial de la Revista Internacional de Seguridad Social, Vol. 66, Nos 3-4, julio-diciembre de 2013.

9 En términos más generales, Fishback et al. (2007) muestran la mejora de los resultados sanitarios que se produjo con sorprendente rapidez tras la introducción de una red de seguridad federal en Estados Unidos como parte del New Deal.

rios países de renta baja tienen pensiones no contributivas, como Bolivia, Botsuana, Namibia y Nepal. Una base de datos de estos regímenes se encuentra en <http://www.pension-watch.net/>.

Recuadro 4

LA PENSIÓN NO CONTRIBUTIVA EN LOS PAÍSES BAJOS

En los Países Bajos existe una pensión no contributiva, que se paga al 70% del salario mínimo neto. Las personas que no tienen suficientes años de residencia reciben una pensión parcial.

El sistema difiere en dos aspectos de los seguros sociales convencionales. En primer lugar, la prestación se concede en función de la residencia, no de las cotizaciones. En segundo lugar, la prestación se financia a través de un impuesto específico, la prima AOW, que se suma al impuesto sobre la renta, pero está integrado en él. La base imponible de la prima AOW es la renta, no los ingresos, y la prima sólo la pagan los menores de 65 años.

Es interesante reflexionar sobre la naturaleza del régimen. Desde un punto de vista, la prestación es no contributiva, con lo que se resuelven los problemas de cobertura. Por otro lado, se financia con la prima de la AOW, por lo que puede considerarse contributiva, aunque sin el requisito de haber tenido ingresos imponibles. Cada uno de estos puntos de vista es válido, y cada uno tiene apoyo desde una perspectiva política diferente. El truco consiste en exigir las cotizaciones, pero no condicionar las prestaciones al historial de cotizaciones de una persona.

5.2. Una mejor adaptación a una vida más larga

EL DISEÑO

El problema del pago de las pensiones es en gran medida el resultado del aumento de la esperanza de vida con una edad de jubilación fija. La solución obvia es que la edad de jubilación aumente de forma racional a medida que aumenta la esperanza de vida. El argumento a favor de una jubilación más tardía es tanto más fuerte cuanto que muchas personas disfrutan de su trabajo y pueden no querer jubilarse, entre otras cosas porque los trabajos actuales suelen ser menos exigentes físicamente que en el pasado.

Sin embargo, este argumento debe ser matizado por el hecho de que las personas más ricas suelen vivir más tiempo, por lo que el aumento de la edad de jubilación, por sí solo, es regresivo. El problema es preocupante y no tiene una solución fácil. Las políticas que pueden ayudar incluyen una mezcla de:

- Permitir el acceso temprano a una pensión reducida.
- Permitir el acceso anticipado a una prestación no reducida para los trabajadores con más de n años de cotización, y/o para las personas discapacitadas y/o con responsabilidades de cuidado.
- Disponer de una fórmula de pensión progresiva, de forma que las personas con menores ingresos reciban más pensión por dólar cotizado que las personas con mayores ingresos.

- Mejorar la atención sanitaria e introducir medidas sobre la dieta y el estilo de vida para reducir la diferencia entre la esperanza de vida de los distintos grupos.

Junto al argumento de una jubilación más tardía está el de una jubilación más flexible. Cuando se inventó la jubilación, alguien de 65 años era viejo y enfermo, e interfería con la productividad de los trabajadores más jóvenes. El objetivo era deshacerse de los trabajadores mayores improductivos, por lo que tenía sentido que la jubilación fuera obligatoria y completa. Desde entonces, sin embargo, la gente vive más tiempo y los países son más ricos, por lo que podemos permitirnos dar a la gente un periodo de ocio al final de su vida laboral. Sin embargo, eso significa que el objetivo de la jubilación ha cambiado. Hoy en día es correcto reconocer que los individuos varían ampliamente en sus preferencias y circunstancias personales. Muchas personas no quieren jubilarse completamente tan pronto como se les permite, por los ingresos extra, por la posible pensión extra y/o porque siguen disfrutando del trabajo en su empleo actual o en otro.

Un buen diseño de la política elevaría la edad media de jubilación para dar cabida a las presiones de los recursos agregados y dar cabida a las diferencias entre los individuos, ofreciendo la posibilidad de elegir cómo una persona pasa del trabajo a tiempo completo a la jubilación completa. Esta elección y flexibilidad sería una buena política incluso si no hubiera problemas para pagar las pensiones.

En concreto, cualquier pensión bien diseñada debería tener tres elementos:

- Una edad de jubilación inicial que haga fiscalmente posible proporcionar una pensión adecuada;
- Una edad de jubilación posterior que aumente con el aumento de la esperanza de vida de forma racional y transparente, de modo que las personas sepan con suficiente antelación, a grandes rasgos, cuándo podrán jubilarse;
- Instituciones del mercado de trabajo que permitan a las personas pasar del trabajo a tiempo completo a la jubilación completa siguiendo la trayectoria temporal que elijan.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Muchos países están tomando medidas sobre la edad de jubilación. En el Reino Unido, la edad de jubilación estatal pasó de 65 a 66 años en 2020, y se prevén nuevos aumentos. Una lección clave, tanto para el buen diseño de las pensiones como para la buena política, es que cualquier aumento de la edad de jubilación más temprana debería anunciarse lo antes posible, pero no debería entrar en vigor hasta dentro de un tiempo considerable.¹⁰

5.3. Planes de ahorro sencillos: Las pensiones NEST en el Reino Unido

Como queda claro en el debate anterior, un país puede elegir o no tener cuentas individuales de capitalización como parte

10 Los principios para aumentar la edad de jubilación se exponen en Barr y Diamond (2010, recuadro 5.4).

de su sistema de pensiones. Si lo hace, el enfoque NEST ofrece ventajas sobre los diseños que exigen más capacidad -en términos de tiempo, energía y comprensión- de los trabajadores y pensionistas para tomar buenas decisiones.

EL DISEÑO

Las pensiones NEST (<http://www.nestpensions.org.uk/>) se basan en las propuestas de la Comisión Turner (Comisión de Pensiones del Reino Unido, 2005), que tuvo muy en cuenta las conclusiones de la economía del comportamiento y el diseño similar del *Thrift Savings Plan* (www.tsp.gov) introducido en 1985 para los funcionarios federales de EE. UU. Los elementos del plan coinciden exactamente con los indicadores de un buen diseño expuestos en el apartado 3.3.

- *Afiliación automática.* Desde 2012, y de forma escalonada, las empresas que no tienen ningún otro plan de pensiones aprobado están obligadas a inscribir automáticamente a sus trabajadores en NEST, con la idea de que las empresas tengan acceso a una forma de alta calidad y bajo coste para cumplir con sus obligaciones.
- *Por defecto.* El fondo por defecto es un fondo con fecha de caducidad, utilizando como objetivo la edad de jubilación estatal. El fondo tiene tres fases:
 - La fase de fundación (los primeros 5 años aproximadamente) es una novedad en el diseño de las pensiones. Las pérdidas en los primeros años son profundamente desalentadoras, por lo que la es-

trategia durante esta fase busca evitar cualquier reducción del valor de la acumulación naciente.

- La fase de crecimiento adopta un enfoque menos conservador. El objetivo de NEST es producir un rendimiento medio anual a largo plazo, neto de costes, del 3%.
 - Una fase de consolidación comienza a desproteger la cartera para cristalizar las ganancias a medida que el trabajador se acerca a la edad de jubilación estatal.
- *Elección limitada.* Además del fondo por defecto, el trabajador tiene la opción de elegir entre cinco fondos: un fondo de mayor riesgo (y por tanto de mayor crecimiento), un fondo de menor riesgo, un fondo ético, un fondo *Sharia* y un fondo de prejubilación. Y un trabajador puede elegir tener parte de sus ahorros para la pensión en el fondo por defecto y parte en (digamos) el fondo de mayor riesgo.

Además, un trabajador puede elegir una fecha objetivo diferente a la predeterminada. Un trabajador puede elegir una fecha posterior a la del año en que alcanzará la edad de jubilación estatal, ya sea por la intención de retrasar el inicio de la jubilación o para ralentizar el paso de la renta variable a la renta fija, optando así por asumir más riesgo con la esperanza de obtener mayores rendimientos. O bien, un trabajador podría elegir una fecha más temprana, desprendiéndose así del riesgo antes. Como ayuda adicional para una buena elección, NEST explica sus pro-

ductos de la forma más sencilla posible y publica un libro de frases con su terminología.¹¹

- *Administración centralizada de las cuentas.* NEST mantiene todos los registros individuales.
- *Gestión de fondos al por mayor.* NEST decide internamente la exposición global a los fondos y clases de activos, gestiona ella misma algunas partes de la cartera, subcontrata otras al sector privado y publica actualizaciones trimestrales.¹²

EVALUACIÓN

El enfoque de NEST es un buen diseño para la acumulación de ahorros de pensiones. Respeta las lecciones de la economía de la información y de la economía del comportamiento.

- El diseño simplifica la elección de los trabajadores, incluso funciona bien para un trabajador que no elige, que va al fondo por defecto.
- Mantiene bajos los costes administrativos.

11 Sobre el vocabulario, véase <https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/dam/nestlibrary/NEST-phrasbook.pdf>

12 Para ver los informes trimestrales sobre la rentabilidad de los fondos, consulte <https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/nest/aboutnest/investment-approach/other-fund-choices/fund-factsheets.html>

- Sitúa la competencia en el lugar adecuado. El objetivo importante de la gestión de fondos es destinar el ahorro a un uso productivo de la inversión. Esta tarea se lleva a cabo de forma más eficaz si la competencia se produce en el lugar adecuado, es decir, entre los gestores de fondos y los gestores de planes NEST, por lo que ambas partes del mercado están bien informadas, en lugar de entre los gestores de fondos bien informados y los trabajadores individuales, que generalmente no están bien informados.

LA IMPORTANCIA DE UN ÚNICO VALOR POR DEFECTO

Barr y Diamond (2017, 2018), en una investigación de la Comisión de Productividad de Australia, abogan por un diseño con una única opción por defecto, una arquitectura de elección simple dentro de la opción por defecto, una cuenta de pensiones por persona (para evitar las “cuentas perdidas” y la erosión de los pequeños fondos a través de los cargos administrativos), el mantenimiento de registros centralizados, y la igualdad de condiciones para la competencia entre una opción centralizada y múltiples proveedores privados.

De todos estos elementos, el más importante es la existencia de un único fondo por defecto. Australia cuenta con múltiples fondos, cada uno de ellos con un proveedor por defecto. Nueva Zelanda ha designado nueve proveedores por defecto seleccionados mediante licitación. Un trabajador que no elige se asigna a un fondo en lo que a veces se denomina el principio de “parada de taxis”. Uno de los principales problemas de las cuentas múltiples por defecto es que la diversidad de cuentas dará lugar a una diversidad de rendimientos realizados entre trabajadores de la misma

edad, lo que probablemente generará insatisfacción y posible hostilidad política. Tener múltiples planes por defecto es como una oficina de correos con 10 ventanillas y 10 colas, de modo que el tiempo de espera es una suerte aleatoria; una cola única para las 10 ventanillas se considera más justa.

Así, tener una única cola por defecto:

- Evita el problema de los rendimientos diversos.
- Proporciona una imagen más sencilla para un trabajador de las consecuencias de no hacer una elección.
- Reduce los costes al evitar la complejidad de vigilar múltiples incumplimientos y, en un sistema de planes sectoriales cada uno de ellos con un incumplimiento, la necesidad repetida de reubicar los activos de los trabajadores que utilizan un incumplimiento y que cambian de sector.

5.4. Pensiones nocionales de contribución definida:

La *Inkomstpension* en Suecia

EL DISEÑO

El enfoque NEST es una forma de organizar la suavización del consumo. Otra es a través de un plan de contribución definida nocional. En esta modalidad:

- Cada trabajador paga una contribución de un porcentaje de los ingresos, hasta un tope.

- El plan es de reparto o de capitalización parcial, pero acredita la contribución a una cuenta individual notional, es decir, el Estado lleva un registro como si hubiera una acumulación de activos financieros. La cuenta también crece con una tasa de rendimiento notional dada por una fórmula, siendo ejemplos comunes la tasa de crecimiento de los salarios medios, w , o de la masa salarial total, wL .
- En el momento de la jubilación, el valor de la acumulación notional de la persona se convierte en una renta vitalicia de una forma que sigue los principios cuasi-actuariales, ya que el valor actual de las prestaciones de una persona (dada la edad del trabajador y la esperanza de vida restante de su cohorte de nacimiento) es igual al valor de la acumulación notional de la persona, utilizando la tasa de interés notional como tipo de descuento.
- Pero el saldo de la cuenta sólo sirve para llevar un registro, porque el sistema no posee fondos equivalentes invertidos en el mercado financiero. De ahí el término “notional”.

Entre los países que cuentan con pensiones notionales de contribución definida o acuerdos similares se encuentran Suecia, Noruega, Polonia y Letonia.¹³

VALORACIÓN

Los planes de este tipo tienen una serie de ventajas potenciales. Son sencillos desde el punto de vista del trabajador. Se

13 Sobre Suecia, véase Barr (2013) y para estudios compendiosos, Holzmann et al. (2019).

administran de forma centralizada, por lo que tienen bajos costes administrativos. No requieren la capacidad institucional para gestionar los planes de capitalización. Y evitan gran parte del riesgo de las cuentas individuales de capitalización, ya que evitan en gran medida la volatilidad de los mercados de capitales.

Hay otro contraste importante entre las cuentas individuales de capitalización y las pensiones nocionales de aportación definida. En el caso de las primeras, el riesgo sólo se puede repartir entre los trabajadores y los pensionistas que están actualmente en el sistema. En cambio, con un colchón suficientemente grande de financiación parcial, un sistema de contribución definida nocional puede compartir los riesgos más ampliamente que las cuentas individuales, lo que hace que el sistema sea más robusto frente a las turbulencias económicas.

5.5. Planes nacionales de prestación definida: El Plan de Pensiones de Canadá ¹⁴

El sistema de pensiones consta de tres partes, una pensión no contributiva (Old Age Security), una garantía de ingresos mínimos (el Guaranteed Income Supplement) y el Canada Pension Plan (CPP), un plan de prestaciones definidas parcialmente financiado.

14 Para una visión general, véase Billig y Ménard (2018), y para la evolución del sistema, Banco Mundial (2017)

EL DISEÑO

La tasa de contribución del Plan de Pensiones de Canadá aumentó gradualmente a medida que el plan maduraba, hasta llegar al 9,9% en 2003, donde se mantuvo hasta 2019. En 2020, se introdujo una contribución adicional del 0,3%, que está previsto que aumente hasta el 2,0% en 2023.

La edad normal de jubilación es de 65 años. Un trabajador puede empezar a pensionarse a partir de los 60 años con una pensión reducida, o puede trabajar más allá de los 65 años para obtener una pensión incrementada.

La prestación básica inicial es el 25% de una media de carrera de los ingresos indexados a los salarios, ajustada a la edad en la que comienza la prestación del trabajador. La media de la carrera disminuye una fracción de los años de menores ingresos y durante algunos periodos, como cuando se está en paro.

FINANCIAMIENTO

A lo largo de la década de los 90 se fue reconociendo que el plan era insostenible, sobre todo a causa de los cambios demográficos, y en 1997 los gobiernos federales, provinciales y territoriales acordaron introducir el concepto de financiación estable para sustituir la forma como lo hacía el sistema de reparto, con el objetivo de aumentar y luego estabilizar el coeficiente de financiamiento, es decir, convertir el Plan de Pensiones de Canadá de reparto a uno de financiación parcial. Además, introdujeron el sistema de financiación íntegra marginal, que exige el equilibrio

íntegro de los cambios que aumentan las prestaciones o añaden otras nuevas.

Ambos principios de financiación se introdujeron para mejorar la equidad entre generaciones. El paso a la financiación estable alivia parte de la carga de las cotizaciones de las generaciones futuras, mientras que con la financiación plena marginal es más probable que una generación que recibe prestaciones reales nuevas o más elevadas pague por esos aumentos en su totalidad, de modo que los costes asociados no se trasladen a las generaciones futuras.

CONSEJO DE INVERSIÓN DEL PLAN DE PENSIONES DE CANADÁ

El fondo acumulado se invierte en todo el mundo, gestionado por un consejo independiente, el *Canada Pension Plan Investment Board*. Los ingresos por inversiones representaron el 24% de los ingresos en 2017, y se prevé que aumenten hasta el 30% en 2030 (Canada Pension Plan Investment Board 2018, p. 20), el resto de las prestaciones se financian con las aportaciones corrientes.

LA GESTIÓN DEL EQUILIBRIO FINANCIERO

Como se indica en el recuadro 5, el Plan de Pensiones de Canadá cuenta con un ajuste semiautomático del déficit previsto basado en una evaluación detallada la Autoridad Actuarial que debe realizarse por Ley cada tres años. Esta evaluación también es obligatoria para cualquier propuesta de legislación que modifique el plan.

Recuadro 5

MANTENIMIENTO DEL EQUILIBRIO FINANCIERO DEL PLAN DE PENSIONES DE CANADÁ

Un elemento central en la gestión del Plan de Pensiones de Canadá es una evaluación actuarial trienal con una regla de dos partes: que las contribuciones deben ser lo suficientemente altas (a) para pagar todas las prestaciones proyectadas durante 75 años y (b) que el ratio de financiación en 60 años debe ser al menos tan alto como en 10 años (véase Billig y Ménard 2018).

Hay tres formas de modificar el plan si la evaluación proyecta la necesidad de un tipo de contribución superior al legislado.

- *La legislación puede modificar las cotizaciones, las prestaciones o ambas, siguiendo las normas de supervisión conjunta federal-provincial.*
- *Los ministros de finanzas federales y provinciales están facultados para modificar las prestaciones y los tipos de cotización en virtud de los poderes reglamentarios, siempre que el aumento de las cotizaciones no supere el 0,2% anual.*
- *Si no se produce ninguna de estas acciones, el tipo de cotización debe aumentar en la mitad del exceso de la cotización necesaria proyectada sobre la cotización real hasta la siguiente revisión trienal; y las prestaciones en curso de pago se congelan hasta la siguiente revisión.*

5.6. Planes de prestaciones definidas de riesgo compartido: El ejemplo de *New Brunswick* en Canadá

EL DISEÑO

Un plan de contribución definida hace recaer todo el riesgo en los afiliados individuales, un plan de prestación definida hace recaer todo el riesgo en el patrocinador del plan. Cada uno de estos diseños es lo que los economistas llaman una “solución

de esquina” que, como la mayoría de las soluciones de esquina, suele ser subóptimas. Por lo tanto, la pregunta correcta es: ¿Cómo deben repartirse los riesgos?

Esta es la pregunta que los planes de distribución de riesgos de varias provincias canadienses pretenden resolver, siendo el plan de New Brunswick un ejemplo de ello.¹⁵ La estructura legislativa y reglamentaria se puso en marcha en 2012 con el apoyo del gobierno provincial y los sindicatos. La intención era (a) ofrecer una pensión de prestación definida de media de carrera, junto con (b) compartir el riesgo al tiempo que (c) aplicar la sólida metodología de gestión del riesgo que ya se aplica a los bancos y las compañías de seguros en Canadá, y que se refleja en el diseño del Plan de Pensiones de Canadá.

El Plan de Pensiones de Riesgo Compartido de Nuevo Brunswick tiene tres elementos centrales: una división de las prestaciones en prestaciones básicas y prestaciones accesorias; la gestión del riesgo mediante una “prueba de resistencia” que evalúa la salud financiera del plan; y; un conjunto de normas totalmente especificadas que establecen acciones predeterminadas ante un déficit previsto, incluyendo cambios en las contribuciones y en las tasas de devengo y, fundamentalmente, una provisión de recuperación si el fondo de pensiones se recupera posteriormente.

- *Prestaciones básicas y complementarias.* La prestación básica refleja el historial de ingresos del trabajador. Este his-

15 Véase Munnell y Sass (2013); UK Pensions Policy Institute (2014).

torial se indexa en función del crecimiento de los salarios o de la inflación, pero la indexación es accesoria y sólo se paga en su totalidad si el fondo cumple con los puntos de referencia explícitos. El acuerdo es acumulativo, de modo que una indexación inferior a la completa en algunos años puede compensarse con una indexación superior en años posteriores si el rendimiento del fondo lo permite.

- *Gestión del riesgo.* El proceso implica un cálculo anual de al menos 1.000 simulaciones a 20 años de una gama de valores de parámetros plausibles. Para que un fondo se considere conforme, las simulaciones deben mostrar que (a) las prestaciones básicas se pagarán con una probabilidad mínima del 97,5% y (b) al menos el 75% de las prestaciones complementarias se pagarán de media.

- *Reglas de ajuste.* El punto clave es que las reglas deben estar totalmente especificadas y acordadas de antemano. El punto de partida es especificar qué tamaño del déficit proyectado debe desencadenar el ajuste y, si se supera ese umbral;
 - Qué aumento de las cotizaciones y cómo se reparte entre trabajadores y empresarios;
 - Qué reducción en el devengo de las prestaciones futuras;
 - Qué reducción de la indexación de las prestaciones en curso.

Un segundo conjunto de normas debería especificar cómo se puede utilizar cualquier superávit previsto si el plan puede seguir cumpliendo los objetivos de gestión de riesgos, en particular en qué orden deben invertirse las anteriores medidas de recuperación del déficit.

EVALUACIÓN

El diseño es flexible, ya que permite compartir el riesgo en diferentes proporciones entre los empleadores (aportaciones más elevadas), los trabajadores (aportaciones más elevadas), los futuros pensionistas (menores devengos) y los actuales pensionistas (indexación no completa de las prestaciones en curso).

El plan tiene ventajas estratégicas: hay una mayor previsibilidad sobre lo que ocurre en caso de déficit; las prestaciones complementarias que se recortan ante los déficits pueden restablecerse en los años buenos; y la gestión del riesgo actúa como una alerta temprana de las tensiones financieras, de modo que la actuación temprana hace menos probable que se produzcan ajustes bruscos.

El plan contó con un amplio apoyo político. El patrocinador ya no tenía que afrontar todo el riesgo, y también hubo apoyo de los sindicatos porque el plan ofrecía una protección significativa contra los grandes recortes de las prestaciones y contra los mayores riesgos a los que se enfrentarían los trabajadores al pasar a acuerdos de contribución definida.

6. Conclusión: Mirando al futuro

Una de las principales consecuencias de los cambios en la naturaleza del trabajo es que las cotizaciones relacionadas con la situación laboral del trabajador son menos eficaces que en el pasado para conseguir una buena cobertura y, por lo tanto, se debería confiar menos en las cotizaciones relacionadas con el empleo. En la medida en que esto es así, existe cierta convergencia entre las economías avanzadas y las que tienen más informalidad. Por lo tanto, los argumentos que se exponen a continuación se aplican tanto a las economías avanzadas como a las economías en desarrollo.¹⁶

La estrategia a la que apuntan estas conclusiones es que la forma de financiar las prestaciones debería basarse en un impuesto de base amplia no relacionado con la situación laboral del trabajador, por ejemplo, un impuesto sobre las ventas o, en los países avanzados, un impuesto sobre las ventas y/o sobre la renta. Así, por ejemplo:

- El alivio de la pobreza adoptaría la forma de pensiones no contributivas financiadas por los impuestos generales sobre la base de una prueba de edad y residencia.
- Seguros: la asistencia sanitaria se financiaría principalmente no con un impuesto sobre el empleo formal, sino con una imposición general o con una fuente de ingresos específica no relacionada con la situación laboral de la persona.

16 Un estudio reciente del Banco Mundial (Packard et al. 2019)) explora estas ideas en detalle; véase también Levy (2019).

- Suavización del consumo: las pensiones relacionadas con los ingresos, como NEST, requieren claramente contribuciones individuales. Éstas podrían basarse en los ingresos cubiertos de una persona, pero las primeras exploraciones para basar las contribuciones en el gasto de consumo en lugar de los ingresos son una línea de investigación potencialmente fructífera. Cuando se considere que un mandato no es factible por razones políticas o administrativas, los incentivos para contribuir podrían formar parte del diseño.

3

¿CÓMO VISUALIZAR UN SISTEMA DE PENSIONES QUE INTEGRE AL SECTOR INFORMAL?

*David Tuesta*¹⁷

1. Aspectos Generales

Uno de los mayores problemas que enfrentan las economías informales es la dificultad de incorporarlas a la participación a sistemas de pensiones contributivos obligatorios. La obligatoriedad de los sistemas previsionales destaca como un elemento clave de las políticas públicas destinadas a formar una base de recursos que permitan a las personas enfrentar el período de vejez. Sin embargo, esta característica es de difícil incorporación en segmentos de la población que no participan en el mercado laboral regulado; es decir, donde los trabajadores cuentan con un contrato a través del cual tanto empleador como

17 Este capítulo está desarrollado en base al documento de trabajo de Tuesta (2021) "Superando las barreras para el desarrollo de micropensiones", desarrollado para el Programa para una Sociedad Longeva la Fundación General de la Universidad de Salamanca.

empleado se encuentran integrados al funcionamiento formal del Estado a través de sus contribuciones periódicas.

Siendo que una masa importante de trabajadores queda fuera de este espacio regulado, los hacedores de políticas públicas se encuentran frente al reto de evitar que estos ciudadanos se vean desprotegidos ante los múltiples riesgos en el ciclo de vida, tales como accidentes y enfermedades, retiro y fallecimiento. Es así como durante las últimas décadas se han venido desarrollando diferentes iniciativas en el mundo que buscan dar solución a esta problemática. Si bien los avances son lentos, la mayor penetración de desarrollos digitales y la mayor evidencia desde la economía del comportamiento (ver capítulo 4), empiezan a brindar algunas luces de por dónde debieran avanzar futuras iniciativas.

En la siguiente sección analizaremos los elementos clave del funcionamiento de la economía informal con el fin de comprender las bases y retos que se enfrentan. En la tercera parte se evidencia diferentes resultados que fundamentan la posibilidad de construir ahorros para la jubilación incluso en los segmentos más pobres. En el cuarto apartado se presenta evidencia del desarrollo del sistema de pensiones para los informales para en la quinta sección estructurar un marco conceptual para un sistema de pensiones para el mundo informal. Finalmente se presentan las principales conclusiones del capítulo.

2. El funcionamiento particular del sector informal

Como es bien sabido, los sistemas previsionales en el mundo se encuentran enfrentando retos enormes que plantean sus transformaciones. La tendencia observada hacia sociedades más longevas y menos fértiles ya dejó de ser un problema sólo de países desarrollados, pues el resto de las economías emergentes, aunque a diferente ritmo, vienen observando un proceso de convergencia. Así, cuando analizamos la población mayor a 65 años y contrastamos sus cambios y variaciones en distintos puntos del mundo, se aprecia un salto destacable hacia los próximos 30 años. África, Latinoamérica y Asia, experimentarán incrementos en su población longeva entre el 130% y 225% hacia el 2050 de acuerdo con cifras de *United Nations* (2019). Pero los países emergentes suman al problema demográfico otros puntos relevantes que bloquean la posibilidad de enfrentar las dificultades financieras en la vejez.

Uno de los problemas de fondo es el del alto nivel de economía informal que en la mayor parte del mundo emergente suele ser la norma, situación que luego del Covid19 parece haberse acentuado (ILO, 2020; Bhardwaj et al, 2021). De acuerdo con el ILO (2020) el empleo informal representa en promedio el 62%, que puede llegar incluso al 88% en las economías de bajos ingresos, 85% en los países de bajos ingresos medios: y el 55% en los países de altos ingresos medios. Según la misma institución, el trabajo informal llega al 20% en los países de altos ingresos. ¿Qué implica ello? Que las personas no cuentan con una base salarial constante y predecible de ingresos que permita asegurar un aporte periódico al sistema de pensiones. Muchos de estos trabajado-

res son autoempleados y operan al margen del control del Estado; mientras en el caso de aquellos que trabajan como cuentan ajena, también suelen hacerlo “en negro”, con lo cual tampoco existe la posibilidad de retener las contribuciones como se esperaría en un esquema tradicional de pensiones. Los factores que explican la alta presencia de economías informales en el mundo en vía de desarrollo son muchos, donde además de factores institucionales y de control, están en el fondo los serios problemas de baja productividad que interactúan con mercados laborales altamente costosos para el que quiere ser formal. Esto, evidentemente, se profundiza con las limitantes generadas por los bajos niveles de ingresos per cápita y, por consiguiente, el hecho de que las tasas de pobreza sigan estando en porcentajes elevados.

Bajo todo el escenario descrito, hablar de construir un sistema de pensiones al estilo *bismarckiano*, con aportes mensuales o de regularidad definida, es prácticamente imposible en el mundo informal. Esto porque una de las principales características del trabajador que se desempeña en estos mercados es justamente la irregularidad de sus flujos monetarios, junto a otras restricciones como lo es su condición de pobreza. Se requiere así una innovación distinta para el ahorro de la vejez, donde los esquemas de micropensiones podrían encajar.

3. Las bases para el ahorro en este segmento

La evidencia de varios estudios realizados en diferentes geografías con altas complejidades socioeconómicas confirma el hecho de que los pobres ahorran. Banerjee y Duflo (2011) ilustran diferentes ejemplos en países emergentes. El tema, claro, es

que bajo los mecanismos formales de ahorro esa penetración del ahorro es muy baja. Lo que suelen utilizar los que tienen menores ingresos son otros mecanismos, muchos de ellos no regulados, como es el caso de los ahorros comunitarios (Banerjee y Duflo; 2011; Dupas y Robinson 2010). O también está una variante de la preferencia ahorro-inversión que, por ejemplo, existe en España para el caso de la elevada adquisición de viviendas por habitante en España. Los pobres también manifiestan similares preferencias, pero, dado el bajo poder adquisitivo, ahorran más bien de “ladrillo en ladrillo”, es decir, comprando poco a poco el material de construcción para ir avanzando en la autoconstrucción de sus viviendas.

Si bien existe potencial de ahorro en los que tienen bajos ingresos, estos se suelen dar bajo condicionantes particulares. Primero está el hecho que estos ahorros son destinados con un fin concreto y tangible. Esto contrasta, evidentemente, con lo que significa un ahorro para pensiones, que implica una férrea disciplina para contrapesar el sesgo al presente que tenemos los seres humanos (Milkman, 2021; Thaler, 2015; Benartzi, 2012). En segundo lugar, muy relacionado con los primero, este sesgo o impaciencia por el presente se acentúa más en las personas de bajos ingresos. De hecho, Becker y Mulligan (1997) enfatizaban que la posesión de riqueza incentivaba a las personas a invertir y ser más pacientes, lo que implica que la pobreza hace que la impaciencia sea más persistente. Así, pensar en un ahorro para un objetivo de muy largo plazo, como es el retiro, no encajaría con este nivel de estado mental estructural de impaciencia. Esto es un aspecto que ha sido constatado en trabajos de campo en varios países emergentes, donde se demuestran las dificultades de auto control que tienen los colectivos de menores ingresos para com-

prometerse con objetivos de ahorro (Nava et al, 2006; Dupas y Robinson, 2010; Banerjee y Mullainathan, 2010)

En tercer lugar se encuentran un conjunto de barreras formales que finalmente se traducen en algún tipo de costo monetario o de transacción para el trabajador informal (Dupas y Robinson, 2010; Cámara y Tuesta, 2015; Schaner, Simone, 2010; Karlan, 2014). Estos costos administrativos que cobran las instituciones financieras, los requisitos que la regulación solicita para abrir una cuenta de ahorro, las dificultades de acceso físicas o virtuales a los bancos, así como el desconocimiento del funcionamiento de las cuentas de ahorro y la falta de confianza en las instituciones por razones culturales o falta de costumbre.

Finalmente, no está sólo el hecho que las modalidades de ahorro en el mundo formal -más aún pensando en el ahorro a largo plazo para las pensiones- no se adecúan a las condiciones socioeconómicas y prioridades de los pobres, sino también sucede que las propias instituciones financieras no ven particular atractivo en ofrecerles productos a estos colectivos. Ello fundamentalmente porque a las instituciones financieras les es muy costoso y complejo generar economías de escala con ahorros de poca cuantía y de amplia dispersión (Cámara y Tuesta, 2015; Hoyo y Tuesta, 2018; Bhardwaj, Khanna y Tuesta, 2020).

Entonces para pensar en un esquema de ahorro para pensiones orientado a los segmentos poblaciones con dificultades socioeconómicas que se encuentran trabajando normalmente en condiciones informales es importante tener identificado aquellas barreras u obstáculos que pueden ayudar a mitigar la problemática estructural. Por un lado, está el tema de generar un producto

de ahorro a largo plazo que se adecúe a sus necesidades. Por el otro, también será importante que las instituciones financieras vean el beneficio económico de ofrecer estos productos. Esto último es importante porque en muchos casos estamos hablando de una población rural bastante dispersa a la cual hay que buscar la forma de aproximar el contacto adecuado sin que signifique inversiones que desincentiven la oferta. Luego se encuentran otro conjunto de temas relacionados a la confianza y conocimiento que tengan las personas sobre los productos financieros, lo que puede implicar un trabajo importante de educación financiera por el lado de la demanda.

4. Evidencia

A pesar de las barreras que se imponen al ahorro de los sectores informales, los datos sugieren que los pobres tienen una importante demanda (latente) de ahorro (Karlan, 2014). Las encuestas de hogares indican, por ejemplo, que los pobres tienen un excedente que utilizan para gastos no esenciales (Banerjee y Duflo, 2007). Asimismo, estudios detallados de la vida diaria de los colectivos de bajos ingresos documentan la complejidad de las carteras financieras de los hogares pobres como destacan los pequeños flujos irregulares que son agregados para la inversión en el hogar o empresas (Rutherford 2000; Collins et al., 2009). Incluso cuando los esquemas de ahorro regulado no existen, los pobres suelen guardar los ahorros en casa, ahorrar en grupos informales asociativos y/o en activos pecuarios (Shankar y Asher, 2011; Dupas y Robinson, 2010). También hay casos de personas pobres que, con el objeto de asegurar una disciplina financiera, están dispuestas a aceptar tasas de interés bajas o negativas que imponen

los esquemas de ahorro por el servicio de que se les guarden los pequeños depósitos durante un tiempo para luego recibir un pago único global (Rutherford, 2000).

Dado que los escasos recursos de los pobres deben responder a múltiples necesidades y de alta concreción, los ahorros destinados específicamente a un objetivo o a una eventualidad familiar o del ciclo de vida pueden motivarlos a ahorrar más, siempre que exista un instrumento de ahorro adecuado. Los estudios en el terreno indican que los pobres prefieren cotizaciones pequeñas y frecuentes, y mejor si estas no implican desplazamiento desde sus domicilios (Rutherford, 2008). Otras medidas que pueden ayudar a aumentar el nivel de ahorro podrían ser también diseñar esquemas de ahorro a largo plazo que brinde una combinación de válvulas de escape para las necesidades de liquidez pero que al mismo tiempo esté equilibrado por disposiciones que desalienten el retiro anticipado de los fondos (Ashraf y otros, 2006).

Teniendo lo anterior como referente, el reto es cómo transitar hacia un producto de ahorro a largo plazo dirigido a atender los riesgos de pobreza en vejez. Así, el concepto de micropensión se centra en esta problemática, teniendo en cuenta que existe capacidad de ahorro en los más pobres, pero sabiendo que son reducidos y que, además, la base generadora de ingresos monetarios es de periodicidad irregular. Con ello, el objetivo es generar una base cierta de beneficios que asegure una renta en la vejez. Si bien el segmento informal no se jubila de la manera como lo hacen los trabajadores formales, se considera que es importante contar con las bases necesarias para al menos mitigar los riesgos como los de enfermedad, invalidez, muerte o imposibilidad de continuar trabajando, que sí son compartidos por cualquier tipo de persona.

El debate de la literatura sobre los planes de ahorro de micropensiones se basa en gran medida en la hipótesis del ciclo vital, la teoría institucional del ahorro (Boytey et al, 2019) y la visión de la economía del comportamiento (Thaler, 2015 y Bernartzi,2012). Estas teorías proponen estrategias para evitar la pobreza después de la jubilación y en la vejez (Agravat y Kaplelach, 2017). Un aspecto central de la hipótesis del ciclo de vida (Chipote y Tsegaye, 2014) es el hecho de que los individuos racionales maximizan la satisfacción de su consumo futuro ahorrando para financiar su consumo para la jubilación y desahorrando durante la misma. Njunge (2013) destaca la relevancia de la perspectiva del ciclo de vida para las micropensiones y sostiene que, a través del ahorro en estos instrumentos, los individuos podrían transferir el poder adquisitivo de una fase de su vida a otra.

Desde la perspectiva de la teoría institucional del ahorro, Schreiner y Sherraden (2007) postulan que la acumulación de activos financieros o acumulación de activos reales de un individuo, que conduce a la seguridad de los ingresos en la jubilación, depende del acceso, los incentivos, la información, las facilidades, las expectativas, las restricciones y las seguridades que ofrecen las instituciones. Según Barr y Diamond (2009) esta acumulación ofrece redes de seguridad a los trabajadores informales para que ahorren y eviten el riesgo de pobreza en la vejez. Estos eliminan todas las formas de barreras que limitan a los trabajadores informales con riesgo de ingresos de participar en los regímenes de seguridad social (Bucheli, Forteza y Rossi, 2010; Bosch y Manacorda, 2012). Floro y Meurs (2013) opinan que los procesos institucionales de los regímenes de micropensiones mejoran el acceso a productos pensionarios, compensando así los vacíos de la seguridad social contributiva y reduce la vulnerabilidad de las

personas con bajos ingresos y de los trabajadores de la economía informal para ayudarles a gestionar mejor los riesgos y a combatir la inseguridad económica (Mukherjee, 2014).

En otro tanto, las visiones de la economía conductual apuntan a los problemas de sesgos o preferencias por el presente respecto al futuro y otros problemas relacionados a las dificultades que tienen los individuos para ahorrar para pensiones, cuando incluso tienen la posibilidad de hacerlo y saben que es importante para la mitigación de riesgos a la vejez. Así, diseños de política para el ahorro en pensiones fundamentadas en incentivos o “nudges” orientados a ayudar a que ese objetivo sea cumplido pueden ser utilizados en el marco de las micropensiones. Ahí entran en juego aspectos desde el facilitar ese ahorro vía el diseño o *framing*, ajustes automáticos, la aplicación de soluciones digitales o incluso incentivos de carácter monetarios (Hinz et al, 2012).

Respecto a evidencia de esquemas de micropensiones, Beverly y Sherraden (1999) afirman que los trabajadores informales consideran que los regímenes de ahorro voluntario institucionalizados de planes de ahorro voluntarios para pensiones son convenientes y reducen los costes de transacción. Clancy et al (2006) también señalan que los planes de micropensiones ofrecen incentivos y facilidades para fomentar el ahorro. A este respecto, Schreiner y Sherraden (2007) revelaron que el depósito automático, la exención de impuestos y los descuentos tienen efectos positivos más significativos en los resultados del ahorro en materia de pensiones. Asimismo, tanto Hu y Stewart (2009) como Kwen y Turner (2013) destacaron la conveniencia de las micropensiones en términos de contribución, accesibilidad, condiciones de retirada y el coste administrativo nulo, lo que da lugar a un aumento

de la cultura del ahorro para los trabajadores informales, y la cultura del ahorro para los trabajadores informales. Schmidt-Hebbel (2014), en otro tanto, también informó que los trabajadores de la economía informal encuentran a los esquemas de micropensiones atractivos y transparentes, lo que aumenta su confianza y fomenta el ahorro para aumentar sus fondos de pensiones.

Diferentes países tienen diversas formas de sistemas de micro pensiones en beneficio de los trabajadores de la economía informal. En China, Hu y Stewart (2009) observaron que el sistema se ha caracterizado por una obligación mínima, así como por una pensión privada voluntaria que atrae a muchos trabajadores a pequeña escala debido a las características de simplificación y flexibilidad del régimen. Para los casos de Bangladesh y la India, Goyal (2010) señala que el modelo de agente asociado y el modelo *Grameen* son las pensiones voluntarias más comunes en funcionamiento. En el caso de Chile, la OECD (2013) recomienda la importancia de una mezcla de regímenes voluntarios con subsidios gubernamentales y regímenes copatrocinados que permiten la flexibilidad de las contribuciones y las condiciones de retiro, así como la exención de impuestos sobre las contribuciones y los ingresos de las inversiones, las aportaciones y los ingresos de las inversiones.

5. Un marco conceptual para las micropensiones

El enfoque tradicional de ahorro obligatorio para las pensiones basado en los ingresos no se ajusta a las condiciones obvias de los trabajadores informales/independientes: falta de contrato laboral, flujo irregular de ingresos, vulnerabilidades socioeconómicas, imposibilidad de aplicar planes obligatorios, etc. Aunque

los trabajadores informales tienen el potencial de ahorrar -y ya lo hacen- sus necesidades de ahorro no podrían alinearse con las características de las opciones actuales de ahorro para la jubilación (si es que las hay).

Por otro lado, desde el punto de vista del gobierno/empresa, interactuar con estos trabajadores puede ser costoso (por ejemplo, las economías de escala), lo que disuade de la aplicación de posibles soluciones. Pero hay un enorme potencial para las iniciativas público-privadas si hay soluciones que desarrollen un mercado para el ahorro voluntario para la jubilación.

Bhardwaj et al (2020) ilustra que hacia el 2050 habrá 2.400 millones de personas que superan los 65 años, de los cuales 600 millones se encontrarán por debajo de la línea de pobreza, y otros 1.200 millones que trabajan en el sector informal que tiene capacidad de ahorrar, aunque no de la manera tradicional, y que no tendrán cómo mitigar los problemas de la vejez. Es decir, solamente un 25% estará recibiendo una pensión de manera tradicional. Así, a menos que los trabajadores del sector informal ahorren lo suficiente para la época del retiro, ellos enfrentarán más de 20 años de pobreza. Bhardwaj et al (2020) y Tuesta (2020) encuentran que si una persona con 25 años ahorra US\$ 1 por día, se podría alcanzar una pensión ajustada a inflación de US\$400 al mes por 20 años, cuando llegue a los 60 años.

Otro aspecto importante analizado por Bhardwaj et al (2020) es el costo elevado que implicaría para los gobiernos brindar una pensión universal. Para ello, a manera de ilustración concluye que una pensión social de US\$2 al día a los 1,800 millones de excluidos del sistema de pensiones hacia el 2050 significaría

un costo fiscal de US\$ 1.3 billones de dólares. El estudio contrapone a esta muy elevada cifra de gasto público lo que significaría, por ejemplo, que el 10% de los trabajadores informales iniciaran este ahorro de US\$ 1 al día. En este caso, se podría lograr construir activos de US\$ 850 mil millones en sólo una década. Esto es muy importante porque evidencia que existe un atractivo de mercado potencial a nivel mundial para ofrecer micropensiones, si hubiese la oportunidad e incentivos de construir el producto financiero adecuado.

Una buena estrategia para desarrollar micropensiones sería integrar en una sola “canasta” un conjunto de servicios y actividades. Esta visión la contempla *PinBox Solutions* (Bhardwaj et al, 2020) quien ha desarrollado para Kenia e India un producto integrado que congrega un componente de micropensión, otro de ahorros líquidos, un componente de aseguramiento y un esquema de pagos digitales. El componente de micropensiones está pensado para otorgar solución flexible para el retiro del tipo “contribución definida”. El componente de ahorros líquidos permite a los afiliados a este esquema tener acceso a los recursos para atender problemas como el ahorro para la educación a los niños, matrimonio y emergencias. El pilar de aseguramiento para riesgos como la salud, fallecimiento, entre otros, permite dar la necesaria tranquilidad que genera situaciones de alta incertidumbre. Y todo ello complementado por un esquema de pagos digitales para ahorrar y retirar los recursos de manera automática.

En el caso de Kenia e India, se ha trabajado una plataforma que integre a diferentes actores que tienen interés en participar en el mercado de micropensiones, pero que no lo hacen porque no existen los incentivos de mercado para hacerlo. La plataforma

digital lo que hace es conectar la oferta y la demanda donde diferentes actores pueden sumarse para proveer el servicio recaudador, el de gestión de activos, el de custodia, el de aseguramiento, el de pago del flujo pensionario, entre otros. La plataforma reduce el costo de transacción al permitir en un solo punto a diferentes actores. Al mismo tiempo, la misma plataforma permite ser una base de bajo costo y muy útil para proveer información oportuna y educación financiera al participante en el plan de micropensiones. En estos dos países se utiliza el chat de *WhatsApp* como medio para afiliarse, ahorrar y recibir información.

6. Conclusiones

Se ha realizado una revisión de aspectos que consideramos clave en el desarrollo de un marco para el desarrollo de pensiones para el sector informal, como una solución para suplir la falta de atención a los riesgos que enfrenta un porcentaje amplio de las personas en el mundo Emergente. Hemos subrayado las dificultades que tienen los esquemas de pensiones formales para adaptarse a las características socioeconómicas que tienen los trabajadores informales, donde destacan las dificultades de generar un flujo regular de ingresos que sirve de base para el ahorro de largo plazo.

También revisamos que no obstante existir un potencial para el ahorro en el segmento informal de bajos ingresos, estos usualmente requieren tener una concreción de corto plazo, por lo que se hace evidente que cualquier objetivo pensional requiere compatibilizarse con las necesidades de liquidez inmediatas bajo determinadas condiciones, así como la necesidad de incorporar

esquemas de aseguramiento. La mayoría de las experiencias en la implementación de esquemas de micropensiones han demostrado que pueden ser exitosas, aunque todavía a pequeña escala. La introducción de plataformas digitales para reducir los costos de transacción brinda interesantes expectativas en cuanto a la posibilidad de reducir costos de transacción que hagan atractivos los productos financieros tanto a la oferta como a la demanda, pero queda por ver el nivel de despegue que lo pueda consolidar como un mecanismo de mayor escala.

4

EL FUTURO DE LAS PENSIONES Y LA ECONOMÍA CONDUCTUAL¹⁸

Diego Valero

1. ¿Qué es la economía conductual?

Vamos a tratar cuestiones vinculadas a la economía conductual o economía del comportamiento aplicada a las pensiones, inversiones y ahorro de largo plazo. Conviene por tanto conocer que la economía conductual integra fundamentos de la economía convencional junto a preceptos extraídos de la sociología y especialmente la psicología, y que trata de entender los mecanismos que se activan en la toma de decisiones, poniendo de manifiesto que los seres humanos tenemos limitaciones cognitivas que nos impiden tomar decisiones plenamente racionales. Se cuestionan supuestos básicos en el paradigma clásico, como que el agente tiene toda la información, es capaz de clasificar las alternativas en base a su relevancia, sus preferencias son constantes, no exis-

18 Una versión de este capítulo apareció en la revista *Runamanta*. Ver (Valero, 2021)

te posibilidad de arbitraje y se elije siempre la opción con mayor valor.

Como nuestro cerebro no puede abarcar toda la información disponible, utiliza heurísticas, que son atajos mentales, útiles porque nos conducen a estimaciones subjetivas de la probabilidad de ocurrencia de un evento, pero también imprecisos, pues pueden generar errores sistemáticos, llamados sesgos (Valero, 2015). El paradigma clásico considera a las personas como *homo economicus* (Becker 1976), ente que piensa y escoge siempre de forma racional utilizando toda la información; el nuevo paradigma conductual parte de la consideración de las personas como *homo sapiens*, sujeto que toma las decisiones de forma emocional o intuitiva, errando y realizando previsiones sesgadas de la realidad¹⁹.

El análisis de la toma de decisiones tiene sus antecedentes históricos en la maximización del valor esperado de Fermat y de la utilidad de Bernoulli (1738), hace más de tres siglos, y pasa por la teoría de la decisión del siglo pasado de Von Neumann y Morgenstern (1949), o las aportaciones a las teorías de juegos de Nash (1949). Todos ellos han seguido, de una forma u otra, el paradigma de la racionalidad, que implica la maximización de la utilidad.

Los primeros en apartarse más o menos tímidamente de este paradigma, Savage (1954), Allais (1952) o Simon (1957), abren la puerta a la quiebra de ese paradigma que se alcanza con dos psicólogos, Kahneman y Tversky a finales del pasado siglo, verdaderos artífices de la economía conductual, que ha dado

19 Para una revisión de los sesgos conductuales ver Valero (2015)

varios Premios Nobel, como el propio Kahneman, Shiller, Akerloff, y últimamente, Thaler, entre otros que también abrazan esta visión, y que se ha convertido en un marco de referencia ineludible cuando analizamos los mecanismos que nos llevan a tomar decisiones²⁰.

La Teoría de la Perspectiva (Kahneman y Tversky, 1979), que es la base analítica de la economía conductual, nos modeliza una función de valor percibido, que es la que nos ayuda en el proceso de toma de decisiones, cuyos principales hallazgos son:

- Las ganancias y las pérdidas son percibidas no en valor absoluto, sino sobre un nivel de referencia
- Las personas son conservadoras en el terreno de las ganancias, y arriesgadas en el de las pérdidas
- Las personas se ven más afectadas por las pérdidas que por las ganancias

La economía conductual sugiere entonces que hay que comprender los mecanismos para la toma de decisiones y que la arquitectura de decisiones influye en el resultado.

El uso de estímulos conductuales (*nudges*) (Thaler y Sunstein, 2009) se ha convertido en una de las más potentes herramientas de la economía conductual, pues actúa directamente sobre el “sistema de pensamiento 1” (Kahneman, 2011), que es

20 Para una revisión de la evolución histórica puede visualizarse https://www.youtube.com/watch?v=Nu_ojg9p9pA

rápido, instintivo y emocional²¹, que es por el que pasan más del 95% de nuestras decisiones. Un *nudge* es una actuación o presentación del problema de elección que contribuye a una toma de decisión conveniente para el decisor. Ante las distintas fricciones (llamadas también *pain points*) que dificultan nuestro entendimiento del problema y alcanzar una decisión óptima, los *nudges* se convierten en palancas que facilitan la decisión. Sunstein (2016) distingue entre *nudges* del sistema 1, enfocados a procesos automáticos, como el uso de opciones por defecto y *nudges* del “sistema 2”, que actúan sobre los procesos deliberativos, como formación e información.

2. Behavioral pensions

El ahorro a largo plazo ha sido uno de los ámbitos en los que más se han trabajado los enfoques conductuales. Las primeras experiencias exitosas son de finales del pasado siglo, con los trabajos de Thaler y Benartzi y la creación de *Save more tomorrow*TM para los planes 401(k) estadounidenses²². Estos esquemas favorecen procesos suaves de ahorro, ayudando a tomar la decisión y a una ejecución paulatina y programada.

Ahorrar para el futuro no es fácil. Detraer recursos que pueden modificar el *statu quo* de una persona puede ser una experiencia dolorosa, y la decisión no tiene efectos inmediatos y neurológicamente se procesa como una pérdida. En el ahorro de

21 Frente al sistema 2, que es lento, deliberativo y lógico

22 Ver Thaler y Benartzi (2004)

largo plazo hay tres brechas (*gaps*) emocionales que son frenos a la acción:

- *Gap* de Identidad: No nos vemos de mayores y no nos identificamos nosotros mismos de mayor con “esa” persona que seremos en el futuro.
- *Gap* de Empatía: Nos pesan más las emociones presentes que las que nuestro yo futuro experimentará.
- *Gap* de Tangibilidad: No alcanzamos a comparar nuestro estilo de vida presente con el que podemos tener en el futuro.

Hay que intentar transportar a la persona emocionalmente al futuro y a que se visualice en su dimensión de retirada, lo que supone trabajar sobre su sistema 2 de pensamiento, activar sus emociones futuras, empatizar con ellas, hacer un ejercicio de visualización del “yo futuro” y tratar de superar o minimizar las tres brechas emocionales que describíamos.

La experiencia nos muestra que hay tres sesgos que nos dificultan los procesos de ahorro:

- El autocontrol (“hoy no, mañana”), las decisiones sobre cuestiones que sabemos que son importantes para nosotros tendemos a posponerlas si son difíciles, es lo que se llama procrastinación. Inicio de dietas, de práctica deportiva, de dejar de fumar, de aprender idiomas, de ahorrar para la jubilación, todo eso se suele quedar en buenos deseos o en tentativas fallidas (y desalentadoras) porque,

aunque tratemos de sobreponernos, cambia sustancialmente nuestra situación actual generando un *pain point* que más pronto que tarde acabará por frustrar nuestros buenos deseos. Hay que trabajar en minimizar esos puntos de dolor, a través de *nudges* que se conviertan en palancas para actuar.

- La inercia (“actuar vs. no actuar”). Es difícil cambiar hábitos, hay que buscar los momentos en los que la persona puede estar más receptiva, por una parte, y facilitar su integración en sus hábitos. Una de las opciones más potentes, que utiliza frecuentemente la economía conductual, es el uso de *defaults*, opciones por defecto. Se trata de no tener que hacer nada para que cambie nuestro estado (ahorrar vs. no ahorrar, tener los ahorros en un ciclo de vida en lugar de elección de perfil de riesgo, renta vitalicia en lugar de capital) hacia una situación objetivamente más favorable para nosotros.

- La aversión a la pérdida (“antes tenía más”). Nuestro cerebro procesa el ahorro en el área en la que procesa una pérdida. Es necesario lograr que el ahorro no duela, que neurológicamente no lo ubiquemos donde las pérdidas. Estrategias que vinculan el ahorro a incrementos de renta disponible, son *nudges* potentes para no sentir que nos desprendemos, para siempre, de ese dinero. Y debemos trabajar en mensajes continuos una vez iniciado el proceso de ahorro para mantener el sentimiento de propiedad sobre él. No olvidemos, como dice la Teoría de la Perspectiva, que todo cambio, de ganancia o pérdida, lo vivimos

sobre una situación de referencia, que es el estado inmediatamente anterior, no el estado original.

La disciplina de *behavioral pensions* tiene ya un cierto desarrollo en varios países del mundo, y hay evidencia empírica de la potencia de *nudges*. El paradigma clásico propone que los sistemas de pensiones se desarrollan con estímulos de índole financiero y fiscal. La economía conductual nos dice que hay que focalizar en el descubrimiento objetivo de la necesidad, el *awareness*, y que el uso de *nudges* es la herramienta más potente. Benartzi et al (2017) muestran como el *nudging* es mucho más “coste-efectivo” que cualquier otro tipo de incentivo (financiero, educacional), en un análisis de lo acontecido en los últimos diez años. Pero Carrol et al (2009) van más allá y valoran la efectividad relativa de los *nudges*, que cuantifican en 100 dólares de incremento de aportación por cada dólar invertido en el *nudge*. Chetty et al (2013) estiman en que, por el contrario, cada dólar subsidiado (financiera o fiscalmente) solo produce un aumento de un céntimo en la aportación. Lo que hacen los incentivos económicos, en opinión de estos autores, no es crear nuevo ahorro, sino reconducir a los ahorradores más avezados hacia sistemas más eficientes. Valero (2018) revisa estas claves en la aplicación de la economía conductual para el desarrollo de sistemas complementarios en el ámbito de las empresas.

En suma, no son pocas las enseñanzas de la *behavioral pensions* (Ayuso, Guillén y Valero, 2017b) que nos guían hacia un enfoque muy diferente al tradicional, desarrollado a nivel de políticas públicas con instituciones como el *White House Social and Behavioral Sciences Team* en Estados Unidos o el *Behavioral Insight Team* en Reino Unido, entre otros.

Pero el gran objetivo del ahorro para pensiones no es el ahorro en sí mismo, sino que lo ahorrado se convierta en un flujo suficiente de ingresos para las personas en su retiro, la desacumulación, que ha sido objeto de mucha menos atención, investigación y propuestas que la parte de la acumulación o ahorro hasta el momento. Pero la economía conductual también tiene propuestas para esta fase.

Las formas de prestación son diversas, pero hay algunas que se adaptan más a los objetivos que debe tener un sistema de pensiones; no hay un único instrumento válido, sino una adecuada combinación de instrumentos para que la pensión se adecue a las necesidades de la persona jubilada (Ayuso, Guillén y Valero 2017a). Resulta muy interesante la aproximación holística al fenómeno de la desacumulación (Blake y Boardman, 2010²³), a través de un programa conductual similar al de Thaler y Benartzi, pero aplicado en la fase de cobro, al que llaman *Spend More Today*. Esta visión implica la elaboración de un plan de disposición de los recursos acumulados, con asesoramiento, que garantice un mínimo “esencial” para vivir, que se puedan asegurar las contingencias de riesgo (fallecimiento fundamentalmente), manteniendo un stock suficiente para abordar contingencias no previstas, que a través del uso de herramientas financieras se consiga planificar y garantizar el nivel de vida “adecuado”, y que el remanente de riqueza acumulada pueda ser usado para alcanzar el nivel de vida “deseado”, o si es preferido, que se deje como legado.

Para la toma de decisiones, los elementos básicos con los que cuenta una persona tienen que ver, en primer lugar, con la

situación financiera global de la persona, que determinará el nivel de riqueza “a pensionar”. Adicionalmente, hay que estimar las necesidades financieras previstas para el futuro, lo que resulta fundamental para definir el nivel inicial y el grado de crecimiento de la pensión. También, por supuesto, conocer cuáles son las necesidades inmediatas de capital y el deseo de legado.

Todo eso supone que las personas tendrán que tomar decisiones sobre aspectos que le son difíciles de comprender, en sí mismos, y sus consecuencias, como, por ejemplo, la elección del nivel de renta garantizado, y su crecimiento con algún índice, que normalmente suele ser la inflación. También deben valorar si hay deseo de legado, que condiciona las cantidades de las que podrán disponer, o si pueden tener necesidad de retiros concretos de parte de lo acumulado, que llevará a percepciones en forma de capital, aunque vengan combinadas con algún tipo de renta o retiro programado. Y sobre las rentas a percibir, si son individuales o conjuntas, y en este caso, con qué porcentaje de reversión, y también si la renta es inmediata o diferida.

Una desacumulación adecuada debe hacer frente también a las trampas conductuales: instintivamente acudimos a la contabilidad mental, y valoramos más un “cheque” grande que varios “cheques” pequeños, que es lo que nos ofrece una renta vitalicia. Nos enfrentamos al *annuitization puzzle* (Modigliani 1986), que se resumen en que si bien la teoría racional asume que las rentas vitalicias son atractivas porque abordan el riesgo de supervivencia a los propios ahorros, son relativamente pocos los que deciden

anualizar una porción significativa de su riqueza (Benartzi et al. 2011, Panis 2004, McGill et al. 2005)²⁴.

De hecho, la Asociación Actuarial Europea realizó una encuesta (AAE 2014) que ponía de manifiesto cuales eran las carencias para desarrollar con éxito las rentas vitalicias: (i) los fondos acumulados son insuficientes; (ii) existen productos con mayor flexibilidad que las rentas vitalicias; (iii) no hay buena ni suficiente información y asesoramiento sobre los riesgos a considerar en la desaccumulación; y, (iv) se consideran productos para situaciones extremas o especiales. Junto a ello, establecía lo que debían ser objetivos o *best practices* para aplicar en la desaccumulación: (i) proponer soluciones diferentes para necesidades diferentes; (ii) tener una buena regulación, que sea robusta y estable, (iii) poder acceder a asesoramiento especializado; y, (iv) la existencia de incentivos fiscales.

El *framing* o modo de presentación de los productos de rentas es crucial: hay que hacerlo remarcando que constituyen una opción de consumo que garantiza de por vida la cobertura de las necesidades vitales y no como una opción de inversión en la que claramente parte en desventaja respecto de otras opciones. También es necesario proporcionar alivio a uno de los principales sesgos conductuales, la aversión a la pérdida, facilitando soluciones económicas a fallecimientos prematuros.

Y es que el incremento de la longevidad supone un riesgo en la fase de desaccumulación, riesgo que añadir a los financieros,

24 En Valero et al (2018) se puede encontrar una extensa reflexión sobre la gestión del ahorro tras la jubilación

y con un impacto potencialmente mayor. Un aumento no esperado de la supervivencia es un riesgo sensible, y que no siempre es conocido o controlado. O'Brien et al. (2005) muestran la subestimación de la esperanza de vida, seis años en promedio. Si creemos que viviremos menos, los ahorros no alcanzarán para financiar la jubilación.

Ciertamente, este riesgo de longevidad no es en general comprendido, y por tanto, tampoco asumido (Blake 2014). Las personas desean que sus ahorros para la jubilación les permitan mantener el nivel de consumo a lo largo de su vida, pero no es fácil medir cual es el nivel de gasto periódico que les permita sobrevivir a sus ahorros. Y uno de los riesgos más relevantes es el de vivir más de lo esperado, es decir, el riesgo de longevidad, ese gran desconocido.

3. Algunas experiencias prácticas

La primera y exitosa aplicación práctica expresa de la economía conductual en las pensiones fue el programa *Save More Tomorrow* (Thaler y Benartzi, 2004, Benartzi y Lewin, 2012) ya citado. Este programa, iniciado a finales del siglo pasado en una empresa industrial mediana estadounidense, se basa en detectar los sesgos conductuales que frenan el ahorro, y con *nudges* adecuados, convertirlos en oportunidades para mejorar el ahorro: para evitar la aversión a la pérdida, se establece un compromiso de ahorro futuro, cuando la persona aumente sus ingresos, de forma preestablecida, acordada, viable y siempre con posibilidad de no realizar la aportación llegado el momento, que no se produce en general porque se crean inercias, con las opciones por defecto, y la

afluencia automática (los trabajadores automáticamente quedan afiliados al plan de ahorro) es el *nudge* que ataca la falta de auto-control. Inicialmente, *Save more tomorrow* consiguió multiplicar por cuatro las aportaciones promedio en cinco años, y hoy en día, con más de la mitad de los planes de pensiones más extendidos en EE. UU. (planes 401k) siguiendo esta filosofía conductual, el crecimiento en aportaciones aumenta a ritmos medios del 8% anual.

Una aplicación a gran escala del programa anterior es el *National Employment Savings Trust (NEST)*²⁵, sistema de ahorro para los trabajadores británicos que se puso en marcha en 2012 y que venía a paliar los problemas derivados del desigual desarrollo de los planes de pensiones ocupacionales en el Reino Unido, que de ser una fuente fundamental para la financiación de las pensiones de la ciudadanía británica, se habían convertido en un reducto, más o menos extenso todavía, para grupos de trabajadores con más antigüedad, pero que dejaba fuera a los nuevos trabajadores, muy en especial mujeres que llegaban al mercado laboral. En 2013 se estimaba que sólo el 32% de las empresas ofrecían planes de pensiones a sus trabajadores (*National Institute of Economic and Social Research*, 2014), y la llamada Comisión Turner, creada para analizar la situación y proponer soluciones (*Pensions Commission* 2004, *Pensions Commission* 2005), destacaba entre otras cosas que la situación de las pensiones en el Reino Unido hacía prever una reducción drástica del nivel de pensión (30%), y para compensar habría que duplicar el gasto estatal en pensiones, multiplicar por tres el ahorro privado, y llevar la edad de jubilación a los 70 años. La Comisión Turner publicó dos informes, el primero de diagnós-

25 Puede consultarse todo lo relativo a este sistema en <https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/nest.html>

tico, y el segundo de soluciones²⁶, y en este segundo proponía la creación de un sistema nacional de ahorro basado en las ciencias conductuales, que fue el germen del NEST.

NEST se crea cambiando el paradigma de la economía tradicional, que basa el desarrollo de los sistemas de pensiones en obligatoriedad, fiscalidad, multas, regulación, por un paradigma conductual donde priman los *nudges*, opciones por defecto y una adecuada arquitectura de decisiones. Y seis años después de su creación, tras un período transitorio de aplicación, más de nueve millones de personas están afiliadas a NEST, con más de 600.000 empresas, y con sólo un 8% de los afiliados que por defecto han decidido salir voluntariamente del sistema (y suelen ser trabajadores mayores conscientes de que el poco tiempo hasta su retiro no les permitirá ahorrar lo suficiente).

La afiliación automática existe también en otros países, en EE. UU. desde 2006, en Nueva Zelanda (*Kiwisaver*) desde 2007, que también utiliza aportaciones por defecto, o en Chile para los trabajadores autónomos desde 2012. Italia introdujo parcialmente la afiliación automática en 2007 pero no fue exitosa, fundamentalmente porque transformaba un concepto muy apreciado por empresas y trabajadores (la TFR o *Trattamento di fine rapporto*) en contribución a pensión y no fue bien recibido por los propios trabajadores (OECD 2012).

Las experiencias en la aplicación de la economía del comportamiento a las pensiones se multiplican en el mundo. El Banco

26 Puede encontrarse una revisión de ambos en el artículo del Prof. Nicholas Barr “*Turner gets it right on pensions*”, en <https://www.prospectmagazine.co.uk/magazine/turnergetsitrightonpensions>

Interamericano de Desarrollo (BID) creó el Laboratorio para el Ahorro Previsional, a través del cual experimentar sobre distintos proyectos para el crecimiento del ahorro para pensiones en la región basados en aplicaciones de la economía conductual, Nueva Zelanda utiliza la *behavioral pensions* de forma preeminente en la mejora continua en el sistema *Kiwisaver*. Los experimentos en México sobre el aumento de aportaciones voluntarias a sistemas complementarios de pensiones resultan muy prometedores, con 40% de aumento en los primeros pilotos realizados (*Ideas42*, 2015). Un amplio estudio sobre la cobertura de los sistemas de pensiones en América Latina sugiere en la profundización de los hallazgos de la economía del comportamiento para mejorar las deprimidas tasas de cobertura en la región (Mesa-Lago, Valero, Robles y Lozano, 2017).

En un entorno, en suma, donde las recetas tradicionales parecen haber llegado a su límite, frenando la extensión de los sistemas de pensiones a todos los que los necesitan y en las cuantías que necesitan, la economía conductual se constituye en una esperanza para ese desarrollo imprescindible en todo el mundo.

4. Hacia la sostenibilidad por las pensiones

Nos adentramos en otro aspecto de las pensiones, que también está impregnado de economía del comportamiento, y que es la sostenibilidad. No parece que haya mejor momento que este para hablar de ello. Estamos ante una crisis sanitaria no conocida por nuestras generaciones que va a devenir también en una importante crisis económica, aunque todavía es prematuro obtener una medi-

ción adecuada de la profundidad de la crisis económica consecuencia de la pandemia y de los efectos que va a dejar.

Pero sea cual sea su profundidad, esta crisis económica es diferente a las últimas que hemos vivido en su origen, pero muy probablemente no sea diferente en sus consecuencias. La Gran Recesión vino precedida de un importante debilitamiento de las instituciones económicas en general y financieras en particular. Sin embargo, la crisis actual nos impacta con una economía mucho más saneada, menos endeudada, con los bancos muy reforzados en capital y sus balances mucho más equilibrados.

En cualquier caso, estamos pasando por un proceso, a corto plazo, de contracción importante de la economía, pero muy probablemente en un tiempo más o menos corto podremos alcanzar de nuevo los niveles económicos de antes de la pandemia.

De entre todos los sectores, probablemente el de la inversión a largo plazo sea de los menos afectados. El ahorro para la jubilación sea cual sea el producto que utilicemos para su instrumentación, funciona en el largo plazo y sobrevive bien a las crisis. Los portafolios se enfocan en ese largo plazo con asignaciones de activos diversificadas, predominantemente renta fija y renta variable, aunque algunos grandes fondos tienen importantes participaciones en activos alternativos también.

Con la coyuntura actual, no parece que se vayan a estresar notablemente las tasas de interés en el mundo, con inflaciones bajas y políticas monetarias expansivas. Ello hace pensar que la renta fija no va a aportar mucho valor a las inversiones, pero tampoco dará sobresaltos. Y en cuanto a la renta variable, es bastante

probable que se comporte como siempre, lo que supone, tras las caídas bruscas iniciales, alta volatilidad durante un tiempo, y recuperación en un plazo razonable. Así ha sucedido siempre, así está sucediendo, y no hay motivos para pensar que no siga siendo así. En suma, no se prevé un impacto relevante en los fondos de pensiones.

De esta situación podemos y debemos aprender muchas cosas, como que para el futuro de los sistemas de pensiones las ciencias del comportamiento van a tener una enorme relevancia. Es claro que en el regreso a la normalidad tendremos una memoria reciente de lo sucedido, lo que llamamos heurística de disponibilidad, que significa que los últimos acontecimientos condicionan fuertemente nuestras decisiones, aunque sus resultados sean de largo plazo. Veremos un mayor deseo tanto de coberturas aseguradoras como de procesos de ahorro, al haber podido apreciar su relevancia durante la pandemia. En el mundo del ahorro para pensiones va a aparecer un nuevo público objetivo de gente más joven, probablemente ya concienciada con la necesidad de ahorrar, que exige unas formas de relación distintas a las que otras generaciones han tenido como código: la personalización a través del uso de *big data*, pasar de principios a contenidos, hacer vivir experiencias y a incorporar las cosas que preocupan a las nuevas generaciones, como por ejemplo la sostenibilidad y la transición a una economía verde. En este sentido unas inversiones responsables en un marco de uso y aplicación de las ciencias conductuales pueden ser una respuesta muy adecuada, a los que nos referiremos a continuación.

No vamos a salir de esta crisis igual que entramos en ella, y en ese sentido los fondos acumulados para las pensiones no van

a ser una excepción. Se acercan tiempos en los que tendremos que diseñar un futuro más entroncado con el ser humano en los que las preocupaciones básicas sobre nuestra vida adquirirán un papel predominante. Y por supuesto en ellas estará una jubilación que cada vez va a durar más en nuestras vidas.

5. Actuaciones en el portafolio de corto plazo

Muchos de los sistemas de pensiones de capitalización individual no pasan por sus mejores momentos en el aprecio de la población. No son pocos los motivos, pero es indudable que las administradoras de fondos de pensiones tienen en muchos países una mala imagen. Pero esta crisis también aporta una oportunidad para rescatar todo lo bueno que tienen los sistemas de ahorro de largo plazo y poner en valor su rol social. Para ello se pueden hacer varias actuaciones en los fondos de pensiones para colaborar en el combate contra la pandemia. Es momento de que los fondos de pensiones sean propositivos y muestren liderazgo. Junto a medidas de orden social (campañas de concienciación para la higiene personal, potenciar el uso digital para evitar contagios, realizar donaciones significativas, en material sanitario, en la canasta de la compra para las personas más necesitadas, entre otras), hay también medidas en la administración de los portafolios que pueden llevarse a cabo:

- Exoneración o reducción de comisiones durante los estados de emergencia
- Invertir parte de los fondos de pensiones en industria local que produzca material sanitario

- Invertir en sectores estratégicos clave en cada país
- Sugerir emisiones de deuda pública para socorrer a la población que sean compradas por los fondos de pensiones.

6. Actuaciones en el portafolio de largo plazo

La sostenibilidad será uno de los impulsores de la salida de la crisis. Los fondos de pensiones, como principal inversor institucional del mundo, deberán liderar otra forma de invertir, donde primará la preocupación por el entorno y por cómo se hacen las cosas, apoyando el financiamiento de la transición a una economía verde. Así, considerar criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) es imprescindible para garantizar la sostenibilidad de las inversiones en el largo plazo.

Hay que dejar clara alguna cuestión previa: no hablamos de altruismo, hablamos de gestión de riesgos. Es decir, no se trata de sacrificar rentabilidad por realizar determinadas inversiones, todo lo contrario, se trata de obtener rentabilidades sostenibles más elevadas por incorporar a la gestión de riesgos los criterios extrafinancieros (ASG). Hay diferentes estrategias para incorporar el análisis ASG a la inversión, en lo que llamamos Inversión Socialmente Responsable (ISR). Una inicial, que es la exclusión de activos que no concuerden con el ideario del fondo, otra más avanzada que es la integración del análisis extrafinanciero junto al financiero, y una tercera que es la implicación para cambiar conductas en los emisores de activos. Todo esto se puede realizar de forma gradual, de manera que se vayan acompasando los

medios disponibles a los resultados que se van obteniendo y a la experiencia que se genera.

La ISR básicamente se aplica en un escrutinio (*screening*) del portafolio, de forma que los emisores de los activos (y los propios activos) en tenencia cumplan con los principios del fondo de pensiones (que se deben explicitar en la declaración de política de inversiones ---*statement of investment policy*), por una parte, y en la inversión en activos sostenibles (inversión temática) o con impactos medibles (inversión de impacto), como huella de carbono, potencia en instalaciones renovables, número de personas favorecidas por microcréditos, áreas de extensión agrícola sostenible, etc.

Un referente global de la inversión sostenible son los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas, que se ha convertido en una estrategia de focalizar las inversiones en empresas e instituciones que total o parcialmente promuevan alguno o algunos de estos ODS. Normalmente estas entidades informan en sus memorias de cuáles son los ODS y las métricas del impacto de su actuación en esos terrenos.

La ISR no es invertir una parte del portafolio en activos sostenibles, sino un proceso de análisis y ejecución global del portafolio, incluyendo las inversiones indirectas, en fondos mutuos, por ejemplo, a través de procesos de *look-through* (o desempaqueamiento del fondo) o de diálogo con los gestores para confirmar la aplicación por su parte de políticas de ISR concordantes con la del fondo de pensiones.

Buena parte de los activos vinculados a la ISR son activos ilíquidos, y en general, alternativos. Esto, que es un obstáculo para otro tipo de inversores, no lo es para los fondos de pensiones, que tienen el foco en el largo plazo. Esto es lo que les permite también invertir en activos que no son populares (Ibbotson et al. 2019), es decir, que tienen una serie de características que les confieren una mayor rentabilidad sostenida en el tiempo. Los famosos *endowments* de las grandes universidades estadounidenses muestran la potencia de la inversión alternativa en el largo plazo.

Pues bien, lo que se trata es de conjugar esta inversión alternativa con inversión sostenible, de forma que los fondos de pensiones puedan invertir a largo plazo en activos sostenibles sin necesidad de estar sometidos a los rigores de mercado de corto plazo. Con una adecuada política de inversiones, que se depura en el tiempo, y siguiendo metodologías ya contrastadas (entre las que se encuentran las derivadas del seguimiento de los Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas o la taxonomía de ODS invertibles propugnada por los grandes gestores de activos holandeses, como PGGM y AGP, con su modelo multidimensional), podremos conseguir que los fondos de pensiones sean los auténticos agentes del cambio hacia una economía sostenible en el largo plazo.

7. Conclusiones

Hemos revisado los principios de la economía del comportamiento, para poder entender su aplicación en el mundo de las pensiones, y que puede lograr más (y más saludables) procesos de aportes a la Seguridad Social en general y a las pensiones en par-

ticular. Hemos visto también como hay sesgos conductuales que nos apartan de una toma de decisiones que llamaríamos racional, pero también que hay herramientas que nos pueden ayudar a corregir los desvíos. Y, por último, hemos dedicado buena parte del capítulo en entender el potencial que tienen las pensiones en el mundo para caminar por una senda de sostenibilidad que nos proporcione un mundo mejor, en el que el ahorro que se logra de largo plazo para las pensiones no solo consigue que éstas sean mejores, sino que, mientras no se destina para pagar pensiones, puede trabajar para el bienestar de la sociedad.

5

LA REFORMA DOMINICANA DE PENSIONES DEL S. XXI: LO QUE LOGRÓ Y LO QUE QUEDA PENDIENTE

David Tuesta

1. Aspectos generales

La reforma de pensiones del 2001 en la República Dominicana ha marcado un hito transformador. Siguiendo las tendencias reformistas hacia sistemas previsionales más sostenibles e inclusivos, la Ley 87-01 se enmarcó en un proyecto de universalización para los ciudadanos dominicanos, planteando tres regímenes o pilares: contributivo, contributivo subsidiado y el subsidiado. A la fecha, el pilar contributivo basado en un esquema de capitalización individual ha sido puesto en marcha plenamente, mientras que los otros pilares más solidarios han quedado aún sin implementar. No obstante, ya sólo con el funcionamiento del pilar de capitalización es posible observarse las bondades que trae esta innovación para los afiliados, y permite divisar su potencial. Es

cierto también que la reforma tiene retos que asumir, que en gran medida dependerá de la implementación de los otros dos regímenes que han quedado pendientes.

Así, en el presente capítulo se realiza un repaso de los antecedentes a la reforma pensionaria de inicios de siglo para atender la seria problemática que enfrentaba la República Dominicana. Luego se pasa a describir brevemente los cambios fundamentales que se han puesto en marcha y los que han quedado postergados, para luego realizar una revisión de las principales variables estructurales que condicionan los resultados del sistema y el desempeño de sus principales indicadores. Ya al final se realiza un análisis econométrico para intentar divisar y contrastar algunos de los principales determinantes que serán claves para ir mejorando el sistema a futuro; con lo que en posterior pasamos a subrayar las principales conclusiones del apartado.

2. Antecedentes a la reforma de pensiones del 2001

La reforma del sistema de pensiones dominicano fue una de las que llegó tarde al proceso de modernización que experimentara Latinoamérica. Hasta antes de la reforma del 2001, el sistema de pensiones dominicano descansaba sobre un sistema de reparto basado en la Ley 1896 sobre Seguros Sociales del 30 de agosto de 1948, que creó el Instituto Dominicano de Seguros Sociales (IDSS). Como bien lo recogen diferentes autores²⁷, este sistema no cumplía con las características necesarias para promo-

27 Revisar, por ejemplo, los trabajos de Palacios (2003), Jiménez y Mendieta (2018) y OPS (2020)

ver el ahorro en la economía, pues, lejos de manejar un fondo de ahorro, aumentaba el déficit fiscal del gobierno, y en paralelo, se continuaban creando leyes específicas que contribuían a una fragmentación legislativa previsional²⁸.

El sistema estaba bastante alejado de brindar un adecuado nivel de cobertura, de pagar pensiones que fueran suficientes para enfrentar los gastos en vejez y de brindar beneficios que fueran sostenibles en el tiempo. Por ejemplo, en materia de cobertura, el esquema de pensiones del IDSS excluía a funcionarios públicos, quienes contaban con sus propios fondos de pensiones, dando origen a una importante fragmentación del sistema previsional del país. Además, el esquema de pensiones del IDSS no protegía a las familias de los afiliados y excluía a los trabajadores por cuenta propia. Así, el esquema del IDSS alcanzó a cubrir el 18% de la fuerza laboral para la fecha en la cual se aprobó la Ley 87-01. De hecho, en el año 2000, previo a la introducción de la reforma, los pensionados de este sistema de reparto eran cerca

28 De acuerdo a OIT (2010), el 13 de julio de 1961 se dicta la Ley 5574, la cual crea el Instituto Nacional de Auxilios y Viviendas (INAVI), antiguo SAVICA. Más adelante, el 12 de enero de 1970, mediante la Ley 547-70, se creó la Caja de Pensiones y Jubilaciones para Choferes. Luego, el 11 de diciembre de 1981, mediante la Ley 379, fue creado el Fondo de Jubilaciones y Pensiones para Empleados Públicos (FIPE). Ya hacia el 30 de enero de 1982, mediante el decreto 3013 de Poder Ejecutivo, se crea el Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas y la Policía Nacional (ISSFAPOL) que opera al amparo de la Ley Orgánica de las Fuerzas Armadas, la Ley Institucional de la Policía Nacional, contemplando un sistema de pensiones de reparto para cubrir a los miembros de las FFAA y la P.N. . El 27 de junio de 1983, mediante la Ley 146, se creó la Caja de Pensiones y Jubilaciones para Obreros Portuarios. El 4 de marzo de 1986, mediante la Ley 6-86, se creó el Fondo de Pensiones y Jubilaciones de los Trabajadores de la Construcción. El 7 de mayo de 1991, mediante la Ley 10-9, se creó el Instituto de Previsión y Protección del Periodista. Muchas empresas privadas constituyeron fondos de pensiones complementarios que fueron disueltos con la reforma realizada en el 2001.

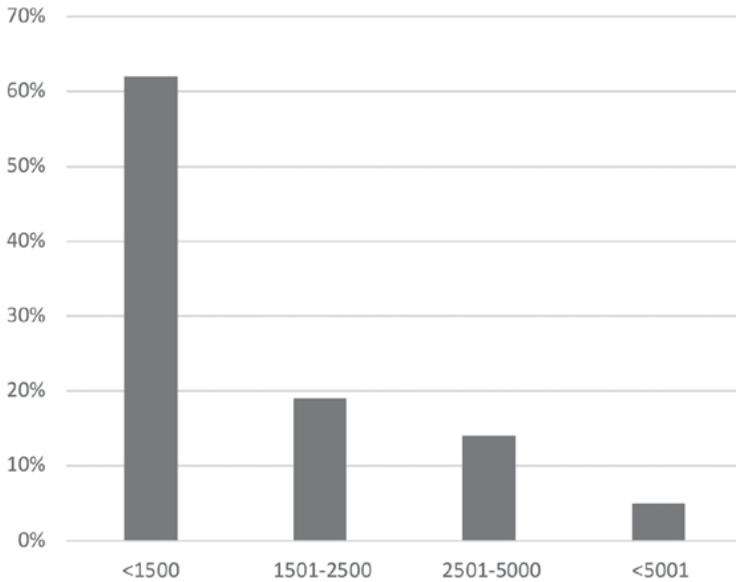
de 32.000 personas, lo cual representaba poco más del 4% de los mayores de 60 años²⁹.

En cuanto a la suficiencia de las pensiones, los montos pagados eran insuficientes para los pocos pensionados. Para el caso del Fondo de Jubilación y Pensiones de los Empleados Públicos, se estima que el 60% de ellos recibían menos de 1500 pesos mensuales y la pensión mediana era de 1,400 pesos³⁰, como se puede observar en la Figura 1. En adición, las pensiones no se corregían por la inflación, con lo cual, perdían rápidamente su poder adquisitivo, dadas las altas tasas de incremento en los precios que experimentaba la economía dominicana en esa época. Ello obligaba a los pensionados a seguir trabajando luego de llegar a la edad de pensión, a depender de sus familiares (especialmente de las remesas de dominicanos que emigraron a los Estados Unidos) y de la ayuda del Estado.

29 Palacios (2003)

30 Palacios (2003)

**FIGURA 1. DISTRIBUCIÓN ACUMULADA
DE LAS PENSIONES EN PESOS**



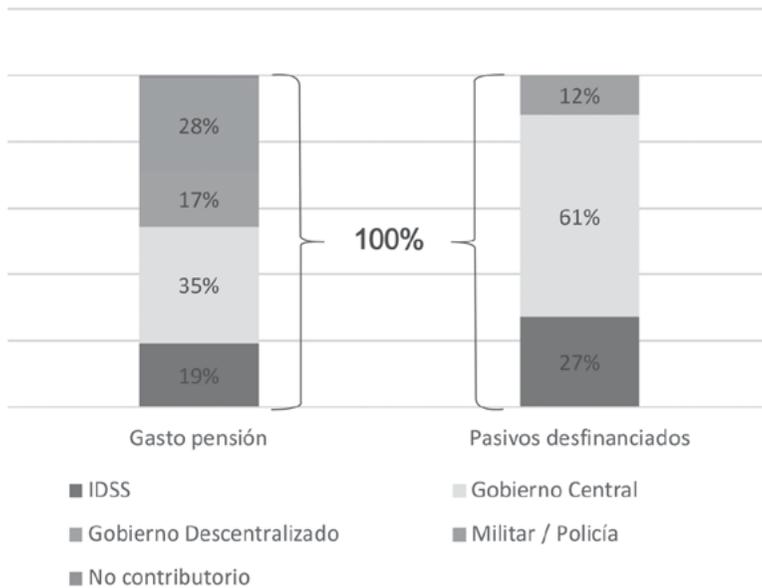
Fuente: Palacios (2003)

Para 1998, se estimó que el IDSS proveía en promedio tan solo el 7% de los ingresos de los pensionados. Además, aunque las pensiones eran bajas y la cobertura escasa, el esquema del IDSS era insostenible. Lo anterior a pesar de que el sistema contaba con 18 trabajadores cotizantes activos por pensionados, mientras que el promedio regional era de 6.

Los efectos fiscales del sistema de reparto en ese entonces tenían diferentes fuentes de desequilibrio. Como se aprecia en la Figura 2, la mayor fuente del gasto de pensiones provenía del gobierno central, que explicaba más de un tercio de las erogaciones pensionarias. La Caja de Militar Policial y el IDSS explicaba el 28% y el 19% respectivamente del total de gasto. El gasto total

en el 2000 llegó al 0,83% del PIB. Por su parte, respecto al total de pasivos no financiados, estos ascendían a más del 55% del PIB para ese año. De la información disponible, la principal fuente del desfinanciamiento provenía de las pensiones del gobierno central (más del 60% del total).

FIGURA 2. ESTRUCTURA PORCENTUAL DEL GASTO DE PENSIONES Y PASIVOS NO FINANCIADOS DE LOS RÉGIMENES ANTIGUOS EN AÑO 2000



Fuente: Palacios (2003)

El problema radicaba en que el sistema pagaba pensiones similares a trabajadores que cotizaban por largos periodos y aquellos que lo hacían por poco tiempo. Esta situación desincentivaba la participación y el ahorro. Sin embargo, el mayor costo del sistema eran las pensiones mínimas, que disfrutaba la gran mayoría de los pensionados, ninguno de los cuales contribuyó suficiente

dinero para autofinanciarse una pensión de dicho monto, dado que muchos de estos beneficios surgían vía decretos presidenciales³¹, lo cual generó un déficit actuarial insostenible en el tiempo.

3. La Ley 87-01: la reforma de pensiones del siglo XXI

En el 2001, la Ley 87-01 que crea el Sistema de Seguridad Social introdujo una reforma de carácter estructural, transformando la lógica del funcionamiento de la seguridad social. El cambio central se constituyó con la implementación de los esquemas de ahorro individual, en base al esfuerzo propio del individuo para financiar su propia pensión, cuyos aportes mensuales eran invertidos por expertos financieros que generaba rentabilidades al afiliado en el mercado de capitales. Este modelo basado en la innovación introducida en Chile en los años 80s, ya venía funcionando en algunos países de Latinoamérica.

Si bien la reforma tenía como eje central la presencia de un sistema contributivo de capitalización individual que marcara una senda para la construcción de pensiones sostenibles y que minimizara los riesgos de desequilibrios fiscales, era consciente de las dificultades que podían enfrentar determinados segmentos de la población para generar ahorro suficiente para las pensiones, debido a sus condiciones socioeconómicas. En ese sentido, la reforma contempló también la introducción de un régimen subsidiado y uno del tipo contributivo subsidiado. Sin embargo, a la fecha, la introducción de estos aspectos solidarios

31 Vicepresidencia de la República Dominicana (2018) y Palacios (2003)

planteados en la reforma de la Ley 87-01 siguen todavía pendientes de implementarse.

Con la introducción de estos cambios, el funcionamiento pensionario en la República Dominicana quedó conformado por un sistema de fondos de capitalización individual bajo la gestión de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) coexistiendo con otros planes puntuales de reparto y especiales³². En lo que respecta a la columna vertebral del marco pensionario dominicano, el esquema de ahorro en las AFPs se ha ido construyendo con el aporte de un 30% por parte de los trabajadores y un 70% por el lado de los empleadores. Esta tasa de aporte asciende hoy a 9,97% del salario, con un límite de 20 salarios mínimos. De esta alícuota, 8 puntos porcentuales (pp) se destinaban originalmente a la cuenta personal de capitalización, mientras que el resto va al seguro de vida (1 pp), al Fondo de Solidaridad Social³³ (0,4 pp), comisión de la AFP (0,5 pp).

En cuanto a los regímenes pendientes de implementación, se puede indicar que el diseño del Régimen Subsidiado fue pensado para construir el pilar solidario del sistema de pensiones, financiado con recursos del Estado, con el objetivo de atender a

32 De acuerdo con Supen (2018) bajo la reforma coexisten junto con el esquema de las AFPS, el Sistema de Reparto (Instituto Dominicano de Seguros Sociales, IDSS); el fondo de reparto a cargo de la Dirección de Jubilaciones y Pensiones del Ministerio de Hacienda para los funcionarios y empleados públicos; un fondo de solidaridad social; los planes de reparto individualizado (Fondo Sustitutivo del Banco de Reservas, Fondo Sustitutivo del Banco Central, el Fondo del Instituto Nacional de Bienestar Magisterial, INABIMA); los planes especiales de los miembros de las Fuerzas Armadas (FFAA) y la Policía Nacional; algunos planes complementarios, en su mayor a de reparto y sujetos a ciertos lineamientos establecidos en la Ley 87-01 y otras normativas; y, las cajas y fondos de pensiones que operan con carácter complementario sectorial, creados por leyes especiales.

33 Este fondo financia la garantía de pensión mínima para todos los afiliados.

las personas con discapacidad severa, las personas mayores de sesenta años sin recursos suficientes, a madres solteras con hijos menores en situación económica compleja, y a aquellos trabajadores con ingresos inestables inferiores al salario mínimo. Mientras que el Régimen Contributivo Subsidiado fue concebido para atender a los profesionales y técnicos independientes, así como trabajadores por cuenta propia con ingresos promedio iguales o superiores a un salario mínimo donde junto con el aporte del trabajador, el Estado daría un subsidio para compensar la ausencia de aportes del empleador. Es decir, con la incorporación de estos pilares, el sistema de pensiones dominicano tiene el potencial de ser universal.

En efecto, respecto al esquema contributivo hoy funciona un esquema de garantía de pensión mínima que se financia con el Fondo de Solidaridad Social mencionado arriba, en favor de los afiliados de ingresos, mayores de 65 años, que hayan cotizado por lo menos durante 300 meses, y cuya cuenta personal no acumule lo suficiente para brindar una pensión mínima, para lo cual el fondo aporta el complemento de pensión mínima. Los regímenes aun no implementados también consideran pensiones solidarias. Así, en el caso del Régimen Subsidiado se contempla el pago del 60% del salario mínimo público y en el caso del Régimen Contributivo Subsidiado, el 70% del salario mínimo del régimen privado.

Podemos decir de forma sintética que el sistema de pensiones en la República Dominicana continúa emprendiendo un camino de construcción. Veinte años, desde la promulgación de la Ley 87-01 es quizá todavía un período corto para valorar lo que es capaz de brindar un sistema previsional, pero al mismo tiempo, es

uno suficiente para ir empezando a consolidar diferentes piezas que aun quedan pendientes del planteamiento original, donde el Régimen Subsidiado y el Régimen Contributivo Subsidiado debieran jugar un rol importante para avanzar hacia una definitiva universalidad. Veamos a continuación los avances y retos pendientes alcanzados durante estas dos décadas de funcionamiento del sistema de capitalización individual.

4. Una aproximación comparativa a los avances del sistema de pensiones en la República Dominicana

A continuación, realizamos un análisis comparativo de variables clave del sistema de pensiones dominicano con el de una muestra seleccionada de países de la región. La sección permite dimensionar los avances del país y los aspectos sobre los que deberá seguir aplicándose.

4.1. Aspectos socioeconómicos claves que influyen en el funcionamiento del sistema de pensiones en República Dominicana

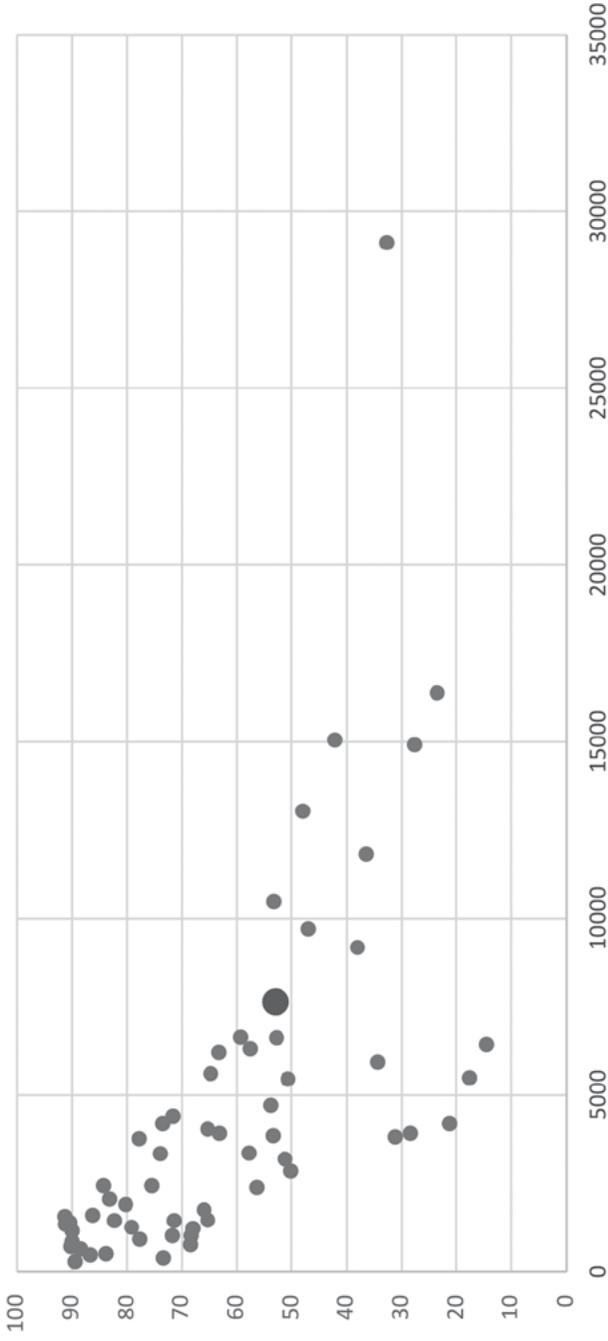
Los sistemas de pensiones son en gran medida fiel reflejo de las características socioeconómicas del país, planteando así sus propias limitantes y oportunidades. Un primer indicador agregado viene representado por el PIB per cápita, que para el caso de la República Dominicana asciende a cerca de US\$ 8,000, ubicándolo

dentro del grupo de países de ingresos medio-bajo³⁴. Como recoge la literatura los bajos ingresos per-cápita de un país suelen estar bastante correlacionados con limitantes en el funcionamiento de las instituciones del Estado.

Una de las caras de esta problemática es la del fenómeno de las economías informales, es decir, el comportamiento de segmentos importantes de la población que suelen mantenerse en gran parte al margen de la relación Estado-Sociedad, lo que se plasma en un bajo cumplimiento con un número importante de obligaciones formales como, por ejemplo, el del pago de impuestos o contribuciones sociales. La Figura 3 muestra justamente la correlación de una muestra disponible de países donde queda plasmada el emparentamiento de los bajos niveles de PIB per cápita y altas tasas de informalidad, donde destacamos el caso de la República Dominicana. Esta característica determinará de forma clara el potencial que un sistema de ahorros obligatorios que depende del mercado laboral formal puede alcanzar.

34 Información obtenida de la base de datos mundial de acceso público del Banco Mundial (2020)

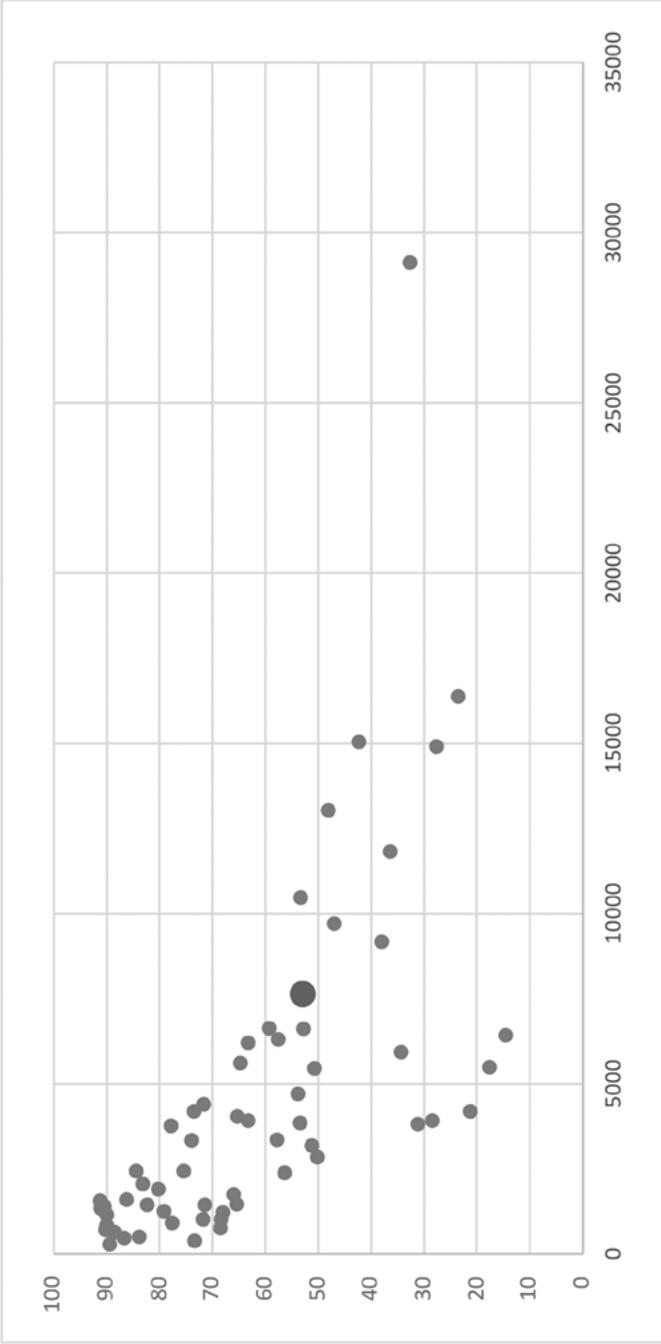
FIGURA 3. PIB PER CÁPITA E INFORMALIDAD LABORAL (MUESTRA DE PAÍSES)



Fuente: Banco Mundial (2020)

Durante cerca de 20 años el PIB per cápita de la República Dominicana se ha más que triplicado, lo que ha significado una caída sostenida de la tasa de desigualdad medida por el Índice de Gini y, más aún, una caída más pronunciada en la tasa de pobreza (Figura 4). Claro está que esta encomiable mejora no ha logrado reducir las tasas de informalidad laboral a niveles razonables. Como se sabe las tasas de informalidad alta guardan una fuerte relación con bajas tasas de productividad, y esta continúa siendo un reto enorme en el país de acuerdo con estimaciones realizadas en la última década³⁵. Las dificultades que se anticipan en su crecimiento potencial, que en gran medida estarían relacionadas a la baja productividad de los factores de producción, limitan la posibilidad de que se desarrollen relaciones laborales formales y estables que aseguren un flujo continuo y predecible de ingresos que posibilite el ahorro para generar pensiones suficientes.

FIGURA 4. PIB PER CÁPITA, TASA DE POBREZA E ÍNDICE GINI



Fuente: ONE (2020) y Banco Mundial (2020))

Si bien, la introducción del sistema de pensiones privadas se encarga de blindar al país frente a las vulnerabilidades fiscales que anteriormente padecía con el sistema de reparto previo en el IDSS, el impacto fiscal en el corto plazo continúa siendo importante, debido a que el Estado es garante final de acuerdo con la Ley 87-01. Así, el gasto en pensiones representa hoy el 1,1% del PIB, que es algo mayor que el 0,8% del PIB estimado antes de la reforma que revisamos previamente, explicado por los compromisos con las pensiones del antiguo régimen y otros colectivos que funcionan bajo esquemas de reparto³⁶.

4.2. Indicadores del desempeño del sistema privado de pensiones

Una reforma estructural per se no soluciona los problemas de fondo que tenía previamente el sistema. Los resultados que arrojan un sistema de pensiones, por ejemplo, son el reflejo de los problemas estructurales que tiene un país. Las discusiones previas a la reforma de pensiones del año 2001 se propusieron como meta crear un sistema de pensiones que garantizara el pago de una pensión mínima que se actualizara con la inflación y que cubriera al menos el 80% de la población en un plazo de 15 años³⁷.

En este sentido, se decidió sustituir el sistema tradicional de reparto del IDSS por un sistema de cuentas individuales, en el cual se registrarían todos los trabajadores nuevos que ingresaran

36 Vicepresidencia de la República Dominicana (2018)

37 Palacios (2003)

al mercado laboral luego de la reforma y se integrarían los trabajadores más jóvenes que estaban cotizando para el IDSS. De esta forma, la cantidad de trabajadores pensionados bajo el esquema del IDSS irían disminuyendo paulatinamente conforme esta población fuera envejeciendo.

Por definición, un sistema de cuentas individuales es actuarialmente justo, lo que significa que los beneficios pagados son sostenibles en el tiempo. En el caso de las pensiones mínimas, las diferencias entre lo ahorrado y lo requerido para el pago de esa pensión es cubierto mediante una contribución solidaria de los mismos trabajadores.

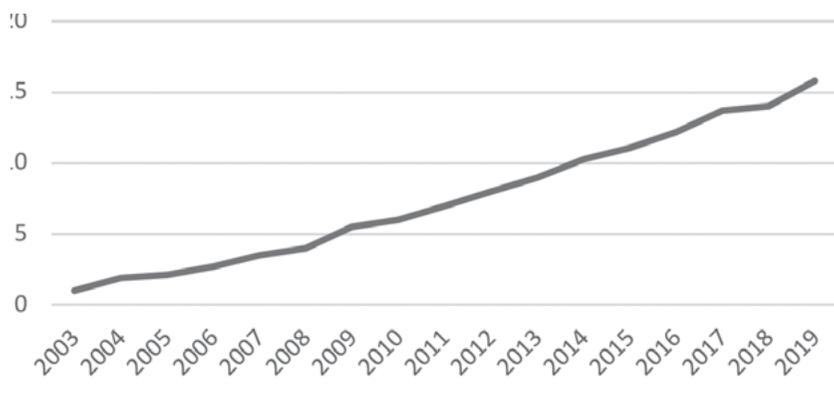
Sin embargo, al cumplirse 20 años de aprobada la ley, la cobertura no ha logrado incrementarse a lo proyectado, pues no ha logrado constituir el Régimen Subsidiado ni el Régimen Contributivo Subsidiado diseñado en la Ley 87-01. Además, la informalidad sigue siendo alta pues no se han emprendido programas de seguimiento a grupos de difícil afiliación y, por el contrario, se han creado mecanismos que favorecen las lagunas contributivas. Por último, subsisten en el país regímenes de reparto para grupos de empleados públicos, lo cual provoca una fragmentación importante del sistema de pensiones y que, por su carácter deficitario, detrae recursos del sector público para financiar los desbalances entre cotizaciones y beneficios que generan.

En cuanto a la suficiencia de la pensión, el sistema de cuentas individuales aun no cuenta con los años suficientes de aporte para recoger todo el efecto de capitalización, al ser aún un sistema bastante joven, donde los años de aportes no llegan todavía a los 20 años. Pero, además, la mayoría de las personas que

han iniciado su retiro a partir del 2018 (fecha indicada en la Ley 87-01), eran trabajadores trasladados del IDSS y han visto que sus pensiones no alcanzan valores significativos en término de suficiencia, pues el Estado no honró el bono de reconocimiento establecido por Ley por los aportes realizados al IDSS.

En relación con el ahorro generado bajo el nuevo sistema de pensiones de capitalización individual, las cifras muestran que entre 2003 y 2019, los ahorros manejados en el sistema de pensiones pasaron de representar 1,1% a 15,5% del Producto Interno Bruto (Figura 5). Estas cifras incluyen los ahorros administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), el Fondo de Solidaridad Social del régimen de capitalización individual administrado por la AFP del Estado, los fondos complementarios, los fondos de reparto del Banco de Reservas y del Banco Central, y los fondos magisteriales del INABIMA.

FIGURA 5. TENDENCIA DEL AHORRO ACUMULADO EN EL SISTEMA DE PENSIONES DOMINICANO (% DEL PIB)

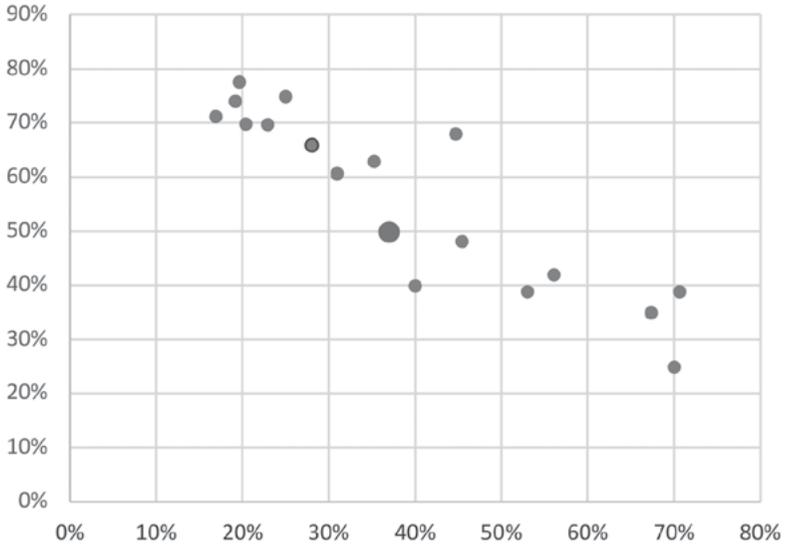


Fuente: Banco Central de Reserva de la República Dominicana (2020)

En lo referente a la participación, los cotizantes activos al sistema de pensiones se ubican alrededor del 35% de la PEA, bastante en línea con el nivel de informalidad laboral del país que de acuerdo con el Banco Mundial se aproxima al 50% de la PEA, como se registra en la Figura 6. En la Figura 7, en el lado izquierdo, se aprecia la heterogeneidad en la participación efectiva de acuerdo con niveles de ingresos, donde el quintil de mayores ingresos registra cobertura efectiva por encima del 50%, mientras que el colectivo intermedio y de más bajos ingresos registran participaciones efectivas de 30% y 20% respectivamente. Pero en general, se aprecia que la cobertura se ha incrementado entre el 2002 y 2016. En la misma Figura 7, al lado derecho, se observa en similar segmentación por quintiles que la cobertura de pasivos también es bastante mayor para aquellos con mayores ingresos y es mayor respecto a los niveles del 2002. En promedio la cobertura de pensionados se ubica en torno al 15% como se aprecia en

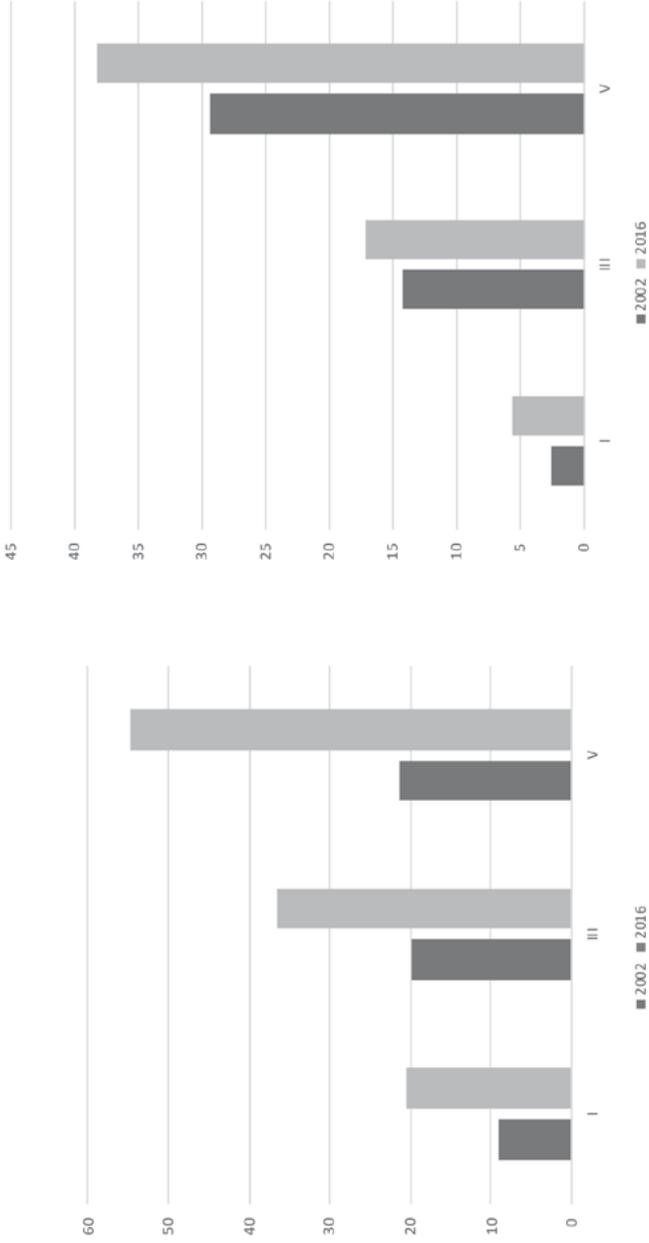
la Figura 8, que se comparan bastante por debajo respecto a los países de Latinoamérica.

**FIGURA 6: COBERTURA LABORAL E INFORMALIDAD
(EN PORCENTAJES)**



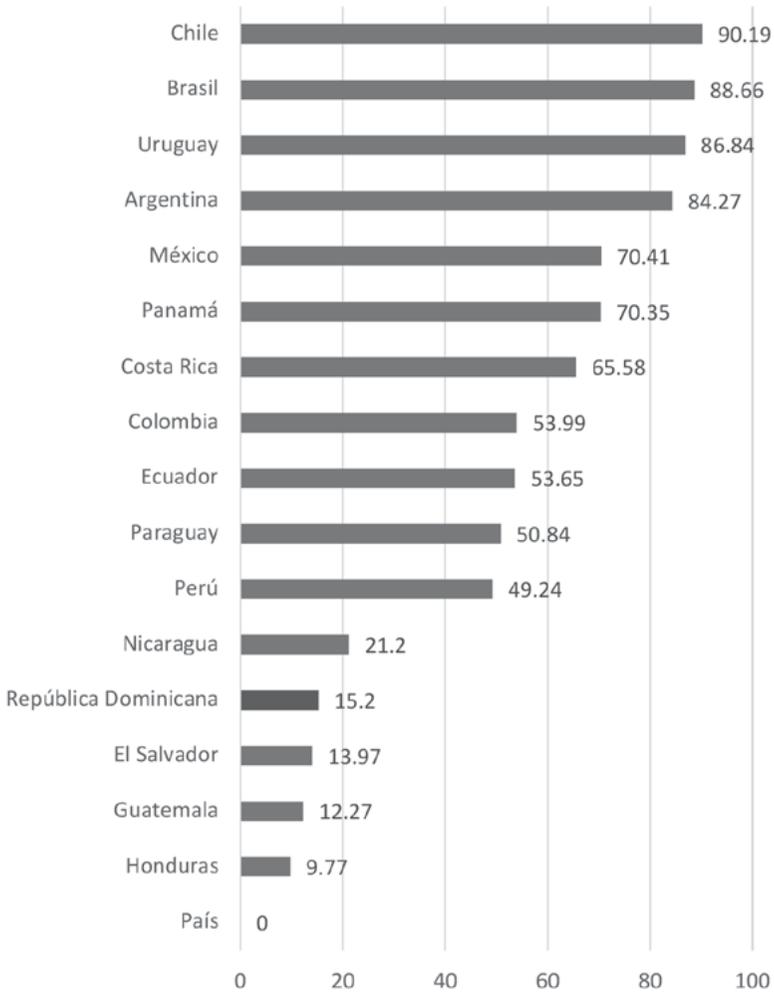
Fuente: BID (2020-a), Banco Mundial (2020) y Bosch et al (2013)

**FIGURA 7. COBERTURA LABORAL Y COBERTURA PENSIÓN
(% DE LA PEA Y % DE PERSONAS EN EDAD DE JUBILACIÓN)**



Fuente: Arenas (2019)

FIGURA 8. COBERTURA PENSIONAL (% DE PERSONAS EN EDAD DE JUBILACIÓN)

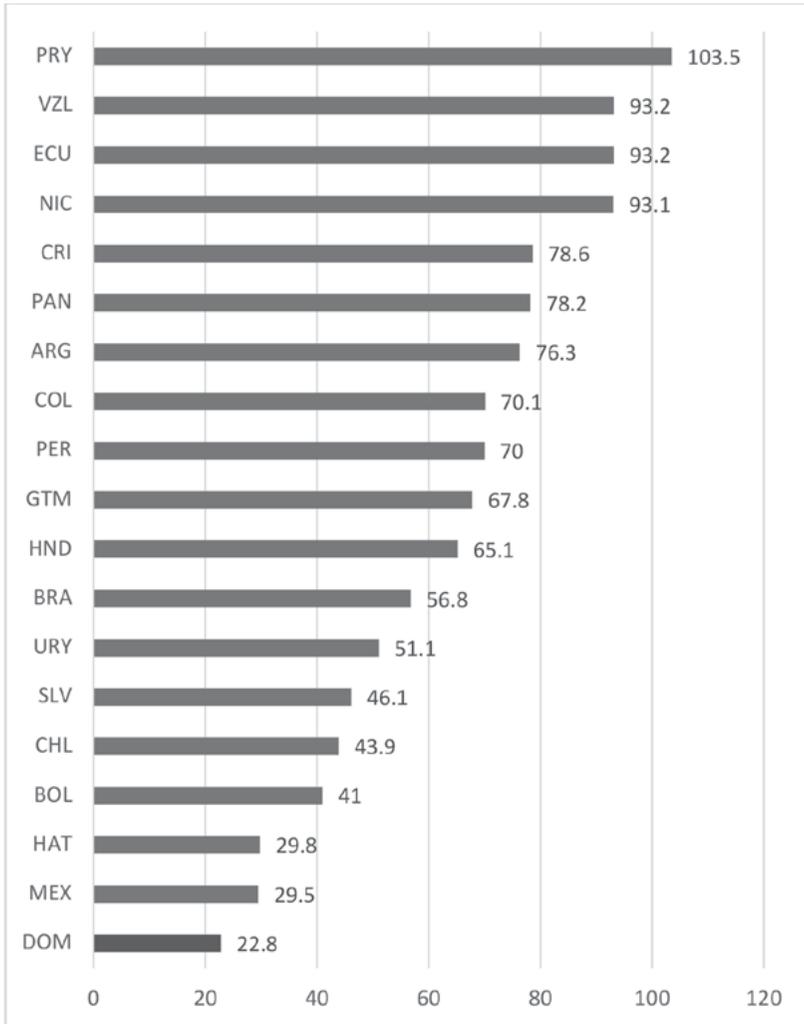


Fuente: BID (2020-a) Y Arenas (2019)

A consecuencia de las limitaciones en el mercado laboral que hemos venido comentando, las tasas de reemplazo que otorga el sistema se comparan bajas respecto al resto de países de la

región. Como se aprecia en la Figura 9 en base a datos de Cepal (Arenas, 2019), la tasa de reemplazo estimada asciende a cerca del 23% del salario de los últimos 10 años. Tomamos esta data por fines comparativos, aunque estimaciones más precisas para la República Dominicana como los que se registran en el capítulo 7 y 9 de este libro, las tasas de reemplazo promedio para los cotizantes activos estarían en torno al 40%, con tendencia decreciente por factores demográficos. Como se revisarán en siguientes capítulos de este libro, la República Dominicana posee varias acciones de política pública al alcance de la mano, tanto en ámbitos paramétricos como institucionales, que permitirían mejorar sustancialmente los actuales niveles de tasas de reemplazo.

**FIGURA 9. TASAS DE REEMPLAZO
(PORCENTAJES)**

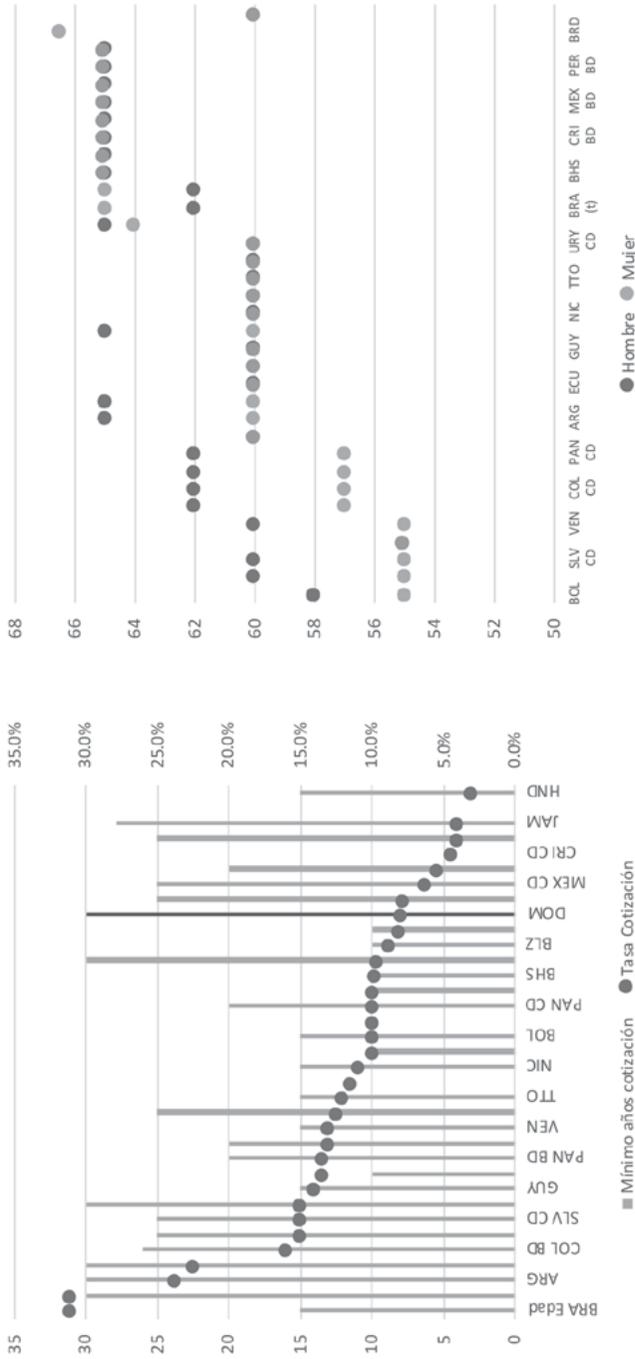


Fuente: Arenas (2019)

Así, los problemas que están detrás de estos resultados no son responsabilidad del sistema privado de pensiones, tal como lo hemos venido comentando. En primer lugar, no sólo es la proble-

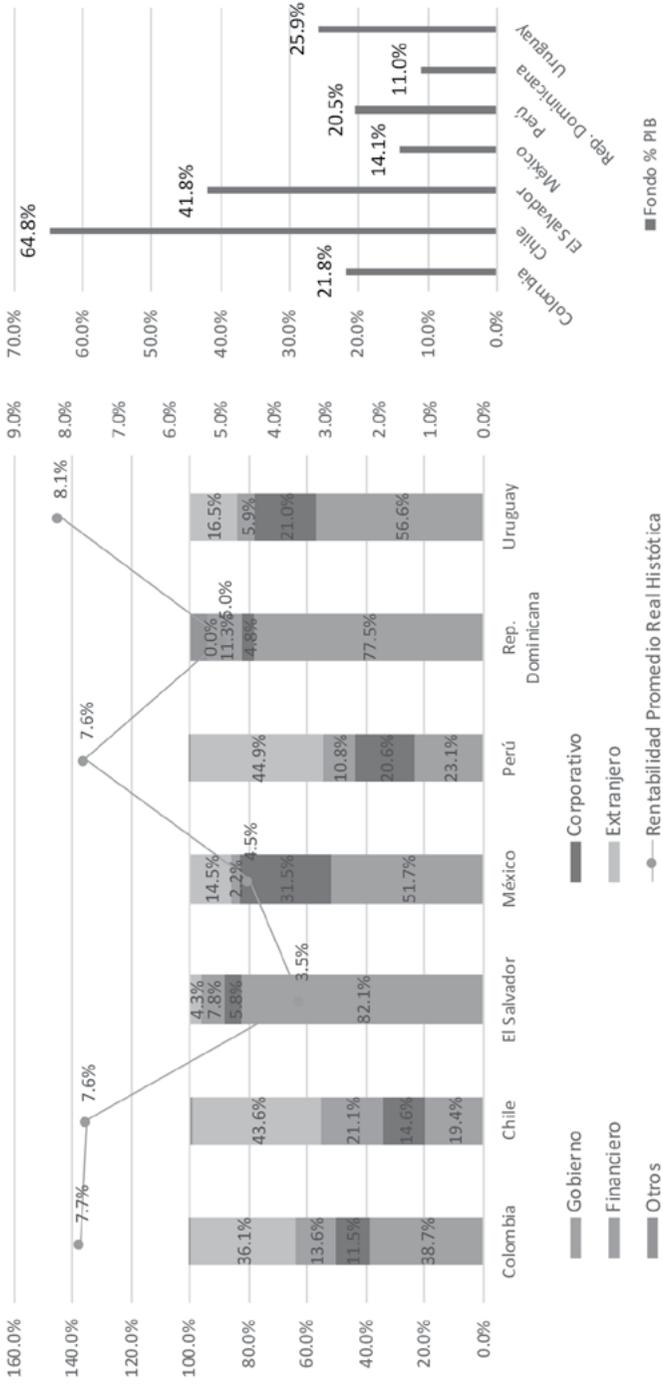
mática de la informalidad la que limita que el sistema de pensiones privados despliegue todo su potencial, sino también están los factores paramétricos que se encuentran rezagados respecto a los de la región. Como se aprecia en la Figura 10 las tasas de aporte y la edad de jubilación en la República Dominicana debieran actualizarse. Adicionalmente, en la Figura 11 se aprecia que, si bien las rentabilidades históricas en términos reales de los fondos de pensiones en la República Dominicana son bastantes competitivas, estas son menores que las de otros países. En particular se puede identificar que aquellos países con mayor diversificación en su portafolio como Chile y Perú obtienen tasas de rentabilidad históricas altas, lo cual es encomiable si se tiene en cuenta que son dos países cuyos riesgos países son reducidos en correspondencia con sus características de grado de inversión. En general, se puede anticipar que, si el sistema pensional dominicano pudiera tener mayor espacio regulatorio para invertir en activos de otras características, y con ello mejorar su diversificación, las rentabilidades y los ahorros acumulados podrían ser aún mayores.

FIGURA 10. PARÁMETROS BÁSICOS



Fuente: Altamirano et al (2018)

FIGURA 11. ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO Y RENTABILIDAD HISTÓRICA



Fuente: FIAP (2020)

4.3. Determinantes del nivel de cobertura y comisiones: una aproximación econométrica preliminar

Para tener una valoración completa del funcionamiento de un sistema de pensiones se requiere un análisis proyectivo de los resultados que podría brindar en las próximas décadas como consecuencia de la estructura paramétrica del sistema, los aspectos demográficos y la sostenibilidad de los beneficios pensionarios que reciben los ciudadanos por sus ahorros, rentabilidades y subsidios que implemente el Estado. Como comentáramos al inicio del capítulo, la reforma de pensiones dominicana es todavía muy joven para tener una perspectiva completa, además de que ha quedado pendiente la implementación de los regímenes de carácter más solidarios que proponía la Ley 87-01. Sin embargo, con los supuestos adecuados, es posible realizar proyecciones a largo plazo en base a un modelo actuarial, tal como se presenta en el Capítulo 7.

También es posible aproximarnos a algunas preocupaciones de corto plazo que surgen permanentemente en el debate político, como son los temas de la cobertura del sistema y el nivel de las comisiones. Las dificultades que tiene la economía dominicana para incrementar una mayor participación en el ahorro pensionario tiende a ser presentado como una debilidad del sistema que gestionan las AFPs. De la misma manera, el costo de administración de las cuentas es señalado como caros por ciertos críticos. Sin embargo, pocos se han tomado el trabajo de verificar las razones de fondo por el cual el sistema no logra recoger más personas participando en el sistema, y por que los costos administrativos

reflejan un determinado nivel. Se intuye que esto responde al funcionamiento del mercado laboral dominicano, donde los niveles de informalidad son elevados. Dicho esto, a continuación, realizamos una aproximación econométrica que nos permite dar mayores luces sobre los determinantes detrás de la cobertura participativa y de los costos del sistema.

METODOLOGÍA

En el siguiente ejercicio se busca estimar los principales determinantes de las comisiones cobradas por los fondos privados de pensiones (como porcentaje de los activos gestionados) y de la cobertura de dichos fondos de pensiones (como porcentaje de la población en edad de trabajar).

Como método de estimación se utiliza un modelo de regresión lineal con un estimador de varianza-covarianza robusta a la heteroscedasticidad y a la correlación serial. La muestra se extiende desde el año 2003 hasta el año 2019.

El ejercicio está limitado por el reducido número de observaciones disponibles, dada la juventud que tiene el sistema de pensiones dominicano. Esto implica que habrá que mirar los resultados como una primera aproximación que requerirá ser monitoreada a través del tiempo. Considerando la reducida muestra, se intenta mantener un número pequeño de variables explicativas en cada estimación con el fin de evitar acentuar problemas de multicolinealidad.

FUENTE DE DATOS

Las fuentes de datos utilizadas para las variables explicativas son las siguientes:

- Comisiones, Fuente: Superintendencia de Pensiones.
- PIB per cápita, Fuente: IFS-IMF y Haver Statistics
- Coeficiente de Gini: Banco Mundial
- Tasa de interés de corto plazo: IFS-IMF
- Desempleo: FMI, World Economic Outlook
- Inflación: IFS_IMF y Haver Statistics
- Población en Edad de Trabajar: Naciones Unidas

Las siguientes variables provienen de la base de datos de la FIAP:

- Activos Gestionados (AUM: Assest Under Management)
- Rentabilidad Real
- Número de Afiliados (en logaritmos)
- Número de Cotizantes (en logaritmos)

La variable dependiente para la regresión de comisiones se obtiene de dividir el valor anual de las comisiones por el valor de los activos gestionados en cada trimestre.

La variable dependiente para la regresión de cobertura se obtiene de dividir el número de afiliados (FIAP)

ESTIMACIONES

Para el caso de cobertura, se busca estimar algunos de los principales determinantes de la evolución reciente de la partici-

pación de los trabajadores en el ahorro pensionario en relación con la población en edad de trabajar. En este caso el objetivo es encontrar la relación entre la cobertura y algunas variables macroeconómicas.

En cuanto a las comisiones, se intenta estimar algunos de los principales determinantes de la evolución de las comisiones cobradas por los fondos de pensiones.

Así, es de especial interés la relación entre las comisiones y la rentabilidad real de los fondos administrados. Como variables de control se incluyen otros indicadores como el número de cotizantes y algunas variables macroeconómicas. Dado el número restringido de grados de libertad, en el primer modelo se incluyen como determinantes únicamente la rentabilidad real y el número de cotizantes.

Como prueba de robustez se evalúan también como alternativa al número de afiliados también el número de cotizantes (Modelo 2) y el nivel de cobertura (Modelo 3). Adicionalmente, se incluyen variables de control tales como el PIB per cápita o la desigualdad (Gini) (Modelos 4 a 8)

ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Para el caso de cobertura de participación en el sistema de pensiones dominicana, en todos los casos se encuentra una relación negativa y significativa de las comisiones con el nivel de riqueza del país (PIB per cápita), lo que demuestra que a medida que el país va alcanzando mayores niveles de desarrollo económico, la cobertura de los fondos de pensiones aumenta significativamente.

De igual forma la relación con el nivel de desigualdad es también bastante clara. Mayores niveles de desigualdad implican menores niveles de cobertura, lo que puede estar relacionado también con la pobreza e informalidad que suelen estar asociados a altos niveles de desigualdad.

Por otro lado, otras variables macroeconómicas no resultan ser tan relevantes (desempleo o inflación). Esto puede estar relacionado a la fuerte multicolinealidad de dichas variables con el PIB per cápita, y en menor medida con la desigualdad.

Finalmente, la tasa de interés real tiene un efecto negativo, aunque débil estadísticamente sobre la cobertura, pero este resultado puede estar relacionado con los menores niveles de tasas de interés que suelen ir asociadas a un mayor nivel de desarrollo (menor riesgo soberano, mejores políticas monetarias, etc.)

FIGURA 12. VARIABLE DEPENDIENTE: COBERTURA COMO %
DE AFILIADOS SOBRE POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
PIB per capita real (logs)	19.205*** (4.689)	19.204*** (4.855)	21.004*** (5.512)	22.601*** (3.393)	26.263*** (4.740)
Desigualdad (Gini)	-1.740*** (0.381)	-1.753*** (0.415)	-1.661*** (0.413)	-1.584*** (0.328)	-1.396*** (0.360)
Desempleo		0.081 (0.689)			
Rentabilidad Real			-0.092 (0.110)		
Tipo de interés real				-0.273* (0.146)	
Inflación					0.155 (0.094)
Constante	-45.036 (57.056)	-45.033 (59.066)	-63.680 (65.212)	-80.850* (42.983)	-122.923** (56.150)
R2 ajustado	0.9615	0.9615	0.9624	0.9678	0.9667
Observations	17	17	17	17	17
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Para el caso de los determinantes del nivel de las comisiones, en todos los casos se encuentra una relación negativa y significativa de las comisiones con la rentabilidad real, salvo en el caso en el que se incluye el PIB per cápita junto con el número de cotizantes como variables de control (Modelo 5). En todos los demás casos se puede encontrar una relación clara entre las comisiones y la rentabilidad real, lo que indicaría que a medida que la rentabilidad de los fondos aumenta, los costes para los afiliados se reducen.

Por otra parte, la relación entre las comisiones y la amplitud de los fondos de pensiones, ya sea que dicha amplitud se mida a través del número de cotizantes (modelo 1), del número de afiliados (modelo 2) o del porcentaje de cobertura (modelo 3), es claramente negativa y significativa, lo que indicaría que entre más desarrollados estén los fondos y mayor población esté cubierta, menores serán las comisiones cobradas como porcentaje de los fondos gestionados y por tanto menores los costes para los participantes.

Como también vimos para los resultados de la estimación de los determinantes de la cobertura, esta variable está altamente relacionada con el PIB per cápita y el nivel de desigualdad (Gini), dado que estos explicarían también relaciones de tamaño participativo del sistema y escala de la industria, lo que permitiría menores comisiones. Así, se puede demostrar también que estas dos variables macroeconómicas están muy relacionadas con el número de cotizantes o el número de afiliados, lo que explicaría que los Modelos 4 y 5 presenten un alto grado de multicolinealidad. Esto se puede ver claramente en el modelo 4 en el que ninguna variable es significativa.

Por este motivo, si queremos ver el efecto de las variables macroeconómicas en el nivel de comisiones, tenemos que incluirlas sin considerar variables relacionadas a la cobertura. Esto es lo que podemos ver en los modelos 7 y 8, en los que las comisiones, hasta febrero de 2020, dependían negativamente de la rentabilidad, pero ahora sí que encontramos una relación negativa y significativa con el PIB per cápita (modelo 7), o una relación positiva y significativa con el nivel de desigualdad (modelo 8).

FIGURA 13. VARIABLE DEPENDIENTE: COMISIONES COMO % DE ACTIVOS GESTIONADOS

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
Rentabilidad Real	-0.235** (0.096)	-0.203** (0.093)	-0.237** (0.095)	-0.221 (0.137)	-0.233** (0.097)	-0.203* (0.112)	-0.207* (0.106)	-0.263** (0.099)
Número de Cotizantes (Logs)	-2.407*** (0.571)			-1.394 (4.980)	-3.364* (1.610)			
Número de Afiliados (Logs)		-2.410*** (0.569)						
Cobertura			-0.075*** (0.021)					
PIB per capita real (logs)				-1.327 (6.613)		-3.507 (2.294)	-3.054*** (0.895)	
Desigualdad (Gini)					-0.122 (0.197)	-0.047 (0.191)		0.230** (0.094)
Constante	37.878*** (7.823)	39.468*** (8.207)	7.268*** (0.966)	35.099** (15.065)	56.924* (31.343)	36.540 (27.917)	30.456*** (7.431)	-6.273 (4.653)
R2 ajustado	0.7657	0.7751	0.7594	0.7667	0.7690	0.7656	0.7650	0.7357
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17
Prob > F	0.0001	0.0001	0.0003	0.0007	0.0002	0.0016	0.0004	0.0008

Lo que los estimados dejan como evidencia es que los esquemas de cuentas individuales continuarán brindando mejores resultados a la población dominicana en cuanto mayor participación en el sistema y menos costos de administración, en tanto la economía vaya ganando mayor escala, lo que responde a las condiciones estructurales del país. De la misma manera las rentabilidades que genera el modelo AFPs se convierte en un valor agregado valioso con poderosos efectos en la generación de un sistema más inclusivo hacia el futuro.

5. Conclusiones

Este capítulo ha desarrollado un análisis de la evolución del sistema de pensiones dominicano, buscando entender el funcionamiento que este tenía antes de la reforma del 2001 y las transformaciones generadas después de estas. El análisis preliminar de los datos nos muestra que el sistema de pensiones dominicano está en franco despliegue, mostrando mejoras sustanciales respecto a lo que existía antes de la Ley 87-01. Comparativamente hablando con el resto de los países de la región se observa que todavía tiene un recorrido por transcurrir, teniendo en cuenta que la República Dominicana entró con rezago de casi una década al proceso de reformas pensionarias que ya se venían llevando en la región.

En el capítulo, también recogemos algunas de las preocupaciones de corto plazo que se tiene sobre el sistema de cuentas individuales en cuanto a la baja participación de los trabajadores en el ahorro pensionario, así como los costos de administración. Al realizar un análisis econométrico para identificar los determi-

nantes de estos indicadores, encontramos que este depende del nivel de escala generado hasta la fecha por la economía dominicana, por lo que las razones de desarrollo de un sistema vienen de la mano de sus características estructurales. Se observa así que a medida que el país continúe avanzando en la senda del crecimiento sostenible y el sistema de cuentas individuales continúe agregando el valor relevante de mayores rentabilidades, el sistema continuara en su senda de mejora en el futuro cercano.

6

DESAFÍOS DEL PROCESO DE INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LA REPÚBLICA DOMINICANA

Edgar A. Robles

1. Introducción

El presente documento revisa cuáles son las principales características y desafíos de la gestión de las inversiones del Régimen Contributivo de cuenta individual de la República Dominicana 20 años después de aprobada la Ley del Sistema Dominicano de Seguridad Social (87-01).

El documento inicia explicando la importancia de la rentabilidad para los fondos de pensiones de capitalización individual. En la sección 3 se revisan los principios rectores de las inversiones, basados en la gestión de riesgos por medio de la diversificación de los portafolios de los fondos de pensiones. En esta sección se explica que la regulación de los fondos de pensiones de contri-

bución definida (CD) en los países de Latinoamérica ha tratado de forzar la diversificación de los portafolios por medio de la imposición de límites o restricciones cuantitativas a las inversiones. Por otro lado, lo más común en la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones en los países más desarrollados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) es buscar la diversificación de los portafolios siguiendo principios como el estándar de la persona prudente.

En el caso de la República Dominicana, una diversificación plena de los portafolios no es factible porque no se permiten inversiones en el exterior y porque el mercado local no provee suficientes instrumentos de renta variable. Por lo tanto, el país no puede dar el paso al ofrecimiento de multifondos y fondos generacionales a los afiliados a los fondos de pensiones, lo cual tiene un costo en términos de rentabilidad y una mayor exposición a riesgos. Una de las principales conclusiones es que las inversiones están sesgadas hacia los mercados locales, en instrumentos de deuda y emitidos por el sector público, lo cual va en el sentido opuesto a una sana diversificación.

La quinta sección analiza la estructura de las inversiones de los fondos de pensiones en la República Dominicana e identifica los principales riesgos a los que se exponen esas inversiones. En general, los portafolios de los fondos de pensiones en la República Dominicana se están viendo expuestos a un riesgo de inversión alto por la concentración casi exclusiva en títulos de renta fija y de emisores nacionales, a un riesgo de crédito o de emisor alto por la elevada proporción de las inversiones que se mantienen en títulos del sector público y por un riesgo de liquidez alto por la proporción de los títulos que vencen en plazos cortos, lo

cual está determinado por la limitada cantidad de bonos de largo plazo que se ofrecen en el mercado bursátil local. Además, se debe revisar la garantía mínima de rentabilidad pues la literatura ha demostrado que puede llevar a los gestores de los fondos a tomar posiciones pasivas y de corto plazo en detrimento de la rentabilidad e intereses de los afiliados. Por último, la sección seis presenta las principales conclusiones y recomendaciones para mejorar el gobierno de las inversiones del sistema de pensiones dominicano.

2. Marco teórico de las inversiones de los fondos de pensiones

Aunque existen diversos modelos para financiar las pensiones contributivas, en términos muy generales, los esquemas de pensiones se pueden catalogar dentro de dos grandes familias. En primer término, están los sistemas de beneficio definido (BD), cuya característica más notoria es que las contribuciones de los trabajadores activos ingresan a un fondo común del cual se extraen los recursos para el pago de pensiones. Estas pensiones pueden tener o no una relación con los aportes de los trabajadores, aunque en la mayoría de los casos, los sistemas de BD se basan en el reparto, o sea, en el financiamiento de las pensiones otorgadas con los aportes de los trabajadores activos, lo que supone la existencia de un subsidio hacia la generación pensionada por parte de la generación que actualmente se encuentra en la etapa laboral. Es por ello por lo que los sistemas de BD, más notablemente en América Latina y el Caribe, no logran amasar una reserva de recursos significativa para invertir en los mercados financieros.

En segundo término, se encuentran los sistemas de contribución definida (CD), los cuales inician en la región latinoamericana con la implementación de la reforma de pensiones chilena del año 1981. Estos esquemas se basan en la capitalización individual (CI), o sea en la creación de una cuenta de ahorro para depositar las cotizaciones de cada trabajador, con el fin de invertir los dineros depositados y pagar de allí la pensión futura del trabajador. En este caso, como la pensión del trabajador depende del ahorro en su cuenta individual, los sistemas de CD tienden a acumular una masa considerable y creciente de recursos, lo que obliga al desarrollo de normas prudenciales para una gestión responsable de las inversiones de los trabajadores.

Los esquemas de pensiones de CD alrededor del mundo surgen como respuesta a la imposibilidad de los sistemas tradicionales de pensiones de BD de poder pagar las pensiones a futuro, sin que el Estado recurra a cantidades crecientes de recursos del presupuesto público, lo cual atentaría contra la solvencia de las finanzas públicas.

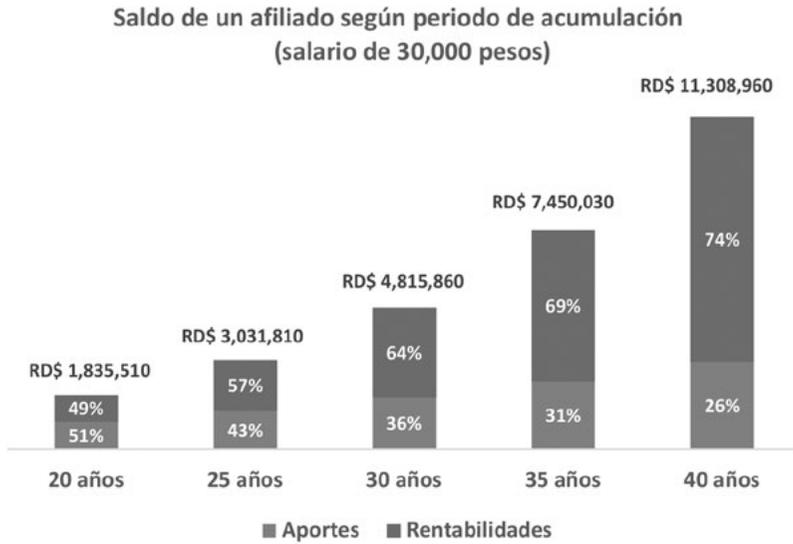
Estos últimos sistemas de pensiones por lo general se basan en el reparto y fueron creados en épocas cuando las condiciones demográficas eran favorables para los países. Estas condiciones han venido cambiando rápidamente a lo largo del tiempo, pues los países experimentan mejoras en la longevidad de sus habitantes y disminuciones en la tasa de fecundidad. Como consecuencia, los sistemas de reparto se vuelven insostenibles, pues cada vez, menos cotizantes activos tendrán que financiar una masa más numerosa de pensionados.

Por tanto, uno de los mayores retos de los sistemas de CD es el desarrollo de esquemas de inversión que permita que los trabajadores obtengan la mejor pensión, de conformidad con sus cotizaciones, mediante la optimización del binomio riesgo – rentabilidad. En otras palabras, los ahorros de todos los trabajadores se consolidarán en uno o varios fondos con el fin de ser invertidos para obtener una rentabilidad que se agregue a las cotizaciones para financiar la pensión del trabajador.

De hecho, la capitalización es el componente más importante dentro de un sistema de cuenta individual de pensiones. Whitehouse (2000) estima que una diferencia de un 1% en la rentabilidad en una cuenta individual de pensiones puede explicar una diferencia de hasta 20% en la pensión financiable con la cuenta individual, luego de 40 años de acumulación.

Por ejemplo, la figura 1 muestra la importancia de la rentabilidad para una cuenta de CI. Este ejercicio parte de la representación de un trabajador dominicano que tiene un salario de 30.000 pesos mensuales y que cotiza un 10% de su salario a un fondo de pensiones de CI. Se asume que 1.5% de su salario va a comisiones de administración, que el salario crece en términos reales un 1% al año, que la tasa de rentabilidad real es del 4% anual y que existe una densidad de cotización del 100%. Los resultados muestran que la rentabilidad puede llegar a explicar casi $\frac{3}{4}$ partes (74%) del saldo acumulado en la cuenta individual de pensiones tras 40 años de ahorro. Este porcentaje variaría desde un 49% después de 20 años de acumulación hasta el 74% mencionado. Por tanto, un elemento relevante a considerar en los esquemas de CD es la forma en la cual se van a invertir los recursos.

FIGURA 1. IMPORTANCIA DE LA RENTABILIDAD EN LA CUENTA INDIVIDUAL



Fuente: Elaboración propia

3. Los principios de la diversificación del portafolio

Toda inversión está sujeta a algún tipo de riesgo. En el caso de los fondos de pensiones de CD, los riesgos a los que se enfrentan las inversiones están acotados por las leyes y por las normas prudenciales establecidas por el ente regulador. O sea, los fondos de pensiones solo pueden invertirse en activos elegibles.

El riesgo de inversión más preminente es el riesgo de mercado, el cual se define como el riesgo en la pérdida del valor de un

activo como resultado de un cambio en su precio en el mercado. Esto puede ser el resultado, por ejemplo, de cambios en la calidad crediticia del emisor (aumento en la probabilidad de impago al vencimiento del periodo pactado) o a cambios en el entorno macroeconómico a través de variaciones en las tasas de interés, en el tipo de cambio o ciclos económicos recesivos que afecten la evolución de las ganancias del emisor del instrumento financiero.

Las prácticas más consolidadas en el manejo de un portafolio de inversión tienen como punto de partida la diversificación como un requisito fundamental para el manejo del riesgo de mercado. La diversificación permite reducir la exposición del portafolio a pérdidas y a la volatilidad del mercado, centrándose en la obtención de una rentabilidad promedio y no en uno de los extremos de la distribución.

El fundamento teórico que explica los beneficios de la diversificación del portafolio se inició con los estudios de Harry Markowitz (1952), lo que lo llevó a ganar el premio nobel en 1990. Hoy la frontera de eficiencia de Markowitz es parte de cualquier análisis de selección de portafolio por parte de todos los administradores de carteras de inversión.

La regulación de los fondos de pensiones sigue dos modelos para las inversiones con el fin de gestionar los riesgos de la inversión. Ambos esquemas persiguen el mismo fin y es la diversificación de los portafolios de inversión. En primer lugar, se encuentran los sistemas que se basan en los esquemas de cumplimiento normativo sobre la base de restricciones cuantitativas según los tipos de inversión. Bajo este esquema, la Ley o el regulador establecen límites por instrumento de inversión, por emisión,

por emisor, por sector, por tipo de moneda y por zona geográfica, entre otros. Este es el modelo predominante en las jurisdicciones de América Latina.

En segundo, están los modelos que se basan en las reglas de la persona prudente, los cuales recogen los principios y buenas prácticas internacionales establecidas por organismos como la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico y el Comité de Basilea. Este principio indica que los recursos de terceros deben invertirse como si se estuvieran invirtiendo los recursos propios. O sea, los portafolios de inversión de los fondos de pensiones deben manejarse evitando la concentración excesiva de riesgos. En este sentido, un buen administrador de fondos de pensiones debe tomar medidas para evitar la ocurrencia de los riesgos de inversión, incluido el riesgo de mercado.

Los principios del inversor prudente tienen como su principal pilar la fortaleza del gobierno corporativo de los administradores de los fondos de pensiones. Es así como las regulaciones desarrollan normas prudenciales que se basan en la importancia del gobierno corporativo. Por tanto, la regulación establece requisitos o estándares mínimos a cumplir para la gestión del fondo y para el administrador, en lugar del establecimiento de límites de inversión, que de una u otra forma resultan arbitrarios y estáticos en comparación con la dinámica del mercado. Este tipo de modelos han sido adoptados por los países de la OECD, excluyendo a los miembros latinoamericanos (Chile, Colombia, Costa Rica y México), en donde persisten los modelos predominantemente basados en límites. La figura 2 muestra la forma en la que se estructuran las inversiones en los sistemas de CD en América Latina y algunos países seleccionados de la OECD.

Siguiendo los principios establecidos por Markowitz, para que la diversificación de portafolio tenga un mayor sentido, el portafolio se debe estructurar combinando activos cuyos rendimientos no estén perfectamente correlacionados entre sí, o sea, que no se muevan en el mismo porcentaje y al mismo tiempo. Así, la diversificación permite que los riesgos asumidos dentro del portafolio sean menores y se alcanzan mayores rentabilidades ajustadas por riesgo. Entre menor sea la correlación entre los activos del portafolio, mayor será la ganancia de la reducción en el riesgo de inversión. Por lo tanto, la diversificación debe pensarse entre la mayor cantidad de activos sin correlación, lo cual implica invertir en diversos sectores, diversos países y diversas monedas, entre otros. Cabe resaltar que República Dominicana es el único país de América Latina con sistema de CD que no permite las inversiones en mercados internacionales.

FIGURA 2. REGULACIÓN DE LÍMITES DE INVERSIÓN EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA Y LA OCDE

País	Tipo de límite				
	Instrumento	Emisor	Sector	Acciones	Internacional
América Latina					
Bolivia	✓	✓	✓	✓	✓
Chile	✓	✓	✓	✓	✓
Brasil	✓	✓	✓	✓	✓
Colombia	✓	✓	✓	✓	✓
Costa Rica	✓	✓	✓	✓	✓
El Salvador	✓	✓	✓	✓	✓
Honduras	✓	✓	✓	✓	✓
México	✓	✓	✓	✓	✓
Perú	✓	✓	✓	✓	✓
República Dominicana	✓	✓	✓	✓	*
Uruguay	✓	✓	✓	✓	✓
OCDE (excluyendo a países de América Latina)					
Alemania					
Australia					
Austria					
Bélgica					
Canadá					
Dinamarca					
Estados Unidos					
Francia					
Holanda					
Israel					
Noruega					
Nueva Zelanda					
Portugal					
Reino Unido					
Suecia					

Fuente: OCDE (2020). Survey of investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers y elaboración propia

3.1. El manejo del riesgo de mercado dentro de una estrategia de inversión

En términos muy generales, los riesgos de mercado de un portafolio de inversión pueden catalogarse en riesgo sistemático y riesgo no sistemático. El primero se refiere al riesgo que está asociado con el mercado, especialmente cuando los mercados están a la baja. El riesgo sistemático no es diversificable pues incluye factores de riesgos que son intrínsecos al mercado como la inflación, las tasas de interés y el tipo de cambio. Sí puede ser magnificado, por ejemplo, mediante el apalancamiento. También,

el riesgo sistemático puede gestionarse mediante la adquisición de un derivado financiero que permita protegerse de la volatilidad en el precio de los activos financieros que componen un portafolio balanceado. Estos derivados financieros han tenido una mayor popularidad entre los fondos de pensiones en los últimos años, especialmente con el surgimiento de instrumentos financieros como los *Exchange Traded Products* (ETPs) destinados a proteger el portafolio antes la volatilidad del mercado.

Del mismo modo, existen *Exchange Traded Funds* (ETFs) dentro de la familia de ETPs que ofrecen una amplia diversificación de la inversión. Los ETFs han venido ganado popularidad entre los fondos de pensiones pues ofrecen ventajas sobre, por ejemplo, fondos mutuos, ya que poseen una mayor liquidez al transarse en las principales plazas financieras del mundo y una mayor transparencia en la determinación del precio del instrumento pues las transacciones se realizan a lo largo del día bursátil en un mercado organizado, con posturas de compra y de venta. Lo opuesto ocurre muchas veces con fondos mutuos, pues es común que se transen en mercados *Over The Counter* (OTC), con problemas de revelación de precio y de liquidez. Además, los ETFs proveen ventajas tributarias que no siempre poseen los fondos mutuos.

Por otro lado, el riesgo no sistemático es el que está asociado específicamente a los instrumentos que se eligen dentro de una estrategia de inversión. Una forma de protegerse de este riesgo es balancear el portafolio buscando una combinación de activos cuyos precios no están correlacionados entre sí, ya sea positiva o negativamente. Como regla general, los inversionistas no deberían esperar retornos adicionales cuando asumen mayo-

res niveles de riesgo no sistemático. En resumidas cuentas, para controlar el riesgo no sistemático se requiere buscar un portafolio balanceado, lo cual implica un manejo de cartera activa, pues las correlaciones entre los instrumentos que componen una inversión cambian con alguna frecuencia.

Diversos estudios muestran que el desarrollo del mercado financiero está determinado por el desarrollo del mercado de pensiones. Algunos autores como Impávido et al (2003) y Vittas (1992) muestran que la forma en que se regula el sector de pensiones es el principal determinante de la estructura y del desarrollo del mercado de capitales de un país.

En otras palabras, si las regulaciones de los fondos de pensiones no promueven la diversificación, difícilmente el mercado financiero va a ofrecer títulos valores que permitan una mayor diversificación. Es por ello, que no se debe mirar a los fondos de pensiones como un elemento aislado de otros segmentos del sector financiero. Por tanto, aunque los mercados de pensiones en América Latina son relativamente pequeños, con la excepción de México y Chile, resultaría positivo para el desarrollo del sector financiero y bursátil exigir una mayor diversificación de las inversiones.

Así, la regulación debe favorecer la disponibilidad de una oferta amplia y variada de activos financieros que se amolden a las necesidades de los fondos de pensiones. Estos instrumentos financieros deben tener la liquidez adecuada para que los fondos puedan realizar una gestión activa del portafolio. Esto se logra mediante el desarrollo de mercados secundarios que le permitan a los fondos de pensiones comprar y vender instrumentos finan-

cieros conforme van cambiando sus necesidades de inversión y las condiciones de mercado.

Para ello, es necesario que la regulación exija la mayor transparencia hacia los inversionistas para que se revelen todos los riesgos asociados a las distintas emisiones, así como la definición de estándares mínimos de valoración, prácticas contables, costos de transacción, normativa de custodia, de divulgación de información privilegiada y control de conflictos de interés, entre otros. Es práctica general es que estos principios estén incluidos en Reglamentos o regulaciones aplicables al mercado de valores. No obstante, ante la ausencia de estos reglamentos y dada la importancia de los fondos de pensiones para el mercado financiero, esta regulación podría quedar incorporada específicamente en la regulación de inversiones aplicables a los fondos de pensiones.

3.2. Requisitos para la adopción del estándar de la persona prudente

El estándar de la persona prudente establece que las inversiones deben realizarse con el cuidado, el conocimiento experto, la prudencia y la debida diligencia. Si se carecen de estas características para tomar decisiones de inversión, se debe buscar asistencia externa de un experto.

Para ello, el órgano de gobierno del administrador de los fondos y las partes involucradas en los procesos de inversiones deben tener una labor fiduciaria sobre el fondo de pensiones, sus miembros y afiliados. En este sentido, el órgano de gobierno debe actuar en el mejor interés de los miembros y beneficiarios en los

asuntos relacionados con las actividades de inversión de los activos de los fondos y ejercer la debida diligencia en el proceso de inversión.

Las leyes y reglamentos deben requerirle al órgano de gobierno del fondo de pensiones que establezca un proceso riguroso para llevar a cabo las actividades de inversión, incluyendo el establecimiento apropiado de controles internos y procedimientos para implementar de manera efectiva y monitorear el proceso de manejo de las inversiones.

El estándar de la persona prudente es uno de los pilares fundamentales que establecen las regulaciones de inversión de los fondos de pensiones alrededor del mundo. El principio es tan universal y general que de forma permanente los reguladores buscan la forma de fortalecer el gobierno corporativo de los fondos de pensiones.

En todos los países de Latinoamérica con sistemas de pensiones de CD, la regulación obliga a la creación de comités de riesgos y de inversiones. Además, determina su composición y los requisitos de idoneidad de los miembros. Algunos países también establecen requisitos mínimos para los integrantes de los cuerpos directivos de los fondos de pensiones y exigen un plan de capacitación permanente para ellos.

A pesar de que no existe una referencia directa al estándar de la persona prudente en la reglamentación de los fondos de pensiones en República Dominicana, la revisión de las resolucio-

nes de inversiones dictadas por la Comisión Nacional de Seguridad Social y la SIPEN muestra que se siguen estos principios.

Por ejemplo, la resolución 417-20 de la SIPEN exige la operación de los Comités de Apoyo, dentro de los cuales cabe la figura del comité de inversiones. Estos comités están integrados por cinco personas, a pesar de que su integración no está definida en términos de grado de experiencia o criterio experto. Además, existe la figura del miembro externo, lo cual también es frecuente encontrar en regulaciones de países como Chile, Colombia, Costa Rica, México y Colombia.

En síntesis, un paso previo a la adopción del estándar de la persona prudente en la República Dominicana, con el fin de sustituir las restricciones cuantitativas, es el de fortalecer el gobierno de las inversiones, mediante la definición de un modelo de medición de los riesgos a los que se enfrentan los fondos de pensiones (como se explicará en el segmento 5) y la asignación de las responsabilidades dentro de la columna vertebral del esquema de gobierno corporativo de las AFP.

3.3. Multifondos y fondos generacionales

Una vez habilitadas las posibilidades para que las AFP puedan invertir en mercados internacionales, una innovación que podría mejorar la rentabilidad y la administración del riesgo de los fondos de pensiones en la República Dominicana es la incursión en esquemas de multifondos y de fondos generacionales (*target date funds*). Lo anterior idealmente debería ir de la mano con la adopción de normas de inversión basadas en el estándar de

la persona prudente, pues este tipo de esquemas de inversión requieren de una flexibilidad que por lo general no brindan las restricciones cuantitativas, a menos de los recursos administrados en un país sean muy grandes, como es el caso de México y Chile.

Los multifondos y los fondos generacionales se basan en esquemas de inversión de ciclos de vida. La evidencia muestra que la rentabilidad del fondo es mayor a lo largo de la vida laboral si los trabajadores jóvenes invierten más fuertemente en instrumentos de renta variable (como acciones) y menos en instrumentos de renta fija (como bonos), debido a que los primeros generan más rentabilidad que los segundos, aunque a un nivel mayor de riesgo. Por el contrario, conforme los trabajadores se van acercando a la edad de pensión, el modelo de ciclo de vida indica que ellos deberían exponerse menos a instrumentos de renta variable y más a títulos de renta fija.

En el caso de los esquemas de multifondos, la población de cotizantes se distribuye entre distintos fondos de acuerdo con su edad y son trasladados de fondos cuando superan la edad especificada para cada fondo, siempre permitiendo que un trabajador decida la pertenencia a un fondo menos riesgoso de acuerdo con su edad. Este esquema obliga a que el trabajador liquide su participación en el fondo cada vez que se traslada o es trasladado cuando cumple una edad específica, lo cual puede ser oneroso para el sistema. Este esquema se utiliza en Chile, Perú y Colombia.

En el caso de los fondos generacionales, este esquema ubica a los trabajadores según cohortes de edades y el fondo “acompañía” al trabajador a lo largo de los años, cambiando la composición del portafolio conforme se acerque a la fecha objetivo del fondo,

que es el momento de la pensión. Este esquema tiene la capacidad de brindar mejores resultados en términos de riesgo, rentabilidad y costo en lugar de los multifondos que están más vinculados a modelos basados en restricciones cuantitativas. En América Latina funcionan en México.

4. Panorama de las inversiones de los sistemas de capitalización individual en América Latina

Como se mencionó en la sección previa, todos los países de América Latina con sistemas de pensiones de CD confían en el establecimiento de límites regulatorios como método para forzar la diversificación de los portafolios de los fondos administrados. A pesar de lo anterior, autores como el Banco Mundial (2000) han mostrado que este tipo de restricciones cuantitativas posee consecuencias adversas sobre la rentabilidad, por lo que el relajamiento de estas reglas de inversión podría ayudar a aprovechar los beneficios de la diversificación del portafolio, por ejemplo, mediante una mayor participación de las inversiones en mercados internacionales.

Otro efecto secundario de una política de imposición de límites regulatorios sobre las inversiones es que se limita la dispersión de la rentabilidad de los fondos entre los administradores de las cuentas individuales, pues los portafolios no tienden a diferenciarse en gran medida unos de otros, especialmente en países que tienen mercados financieros y bursátiles poco profundos, como es el común denominador de los países latinoamericanos. Esta situación conduce a su vez a que los administradores caigan en una zona de confort en términos de rentabilidad, pues es poco

lo que pueden hacer para diversificar los portafolios en jurisdicciones en donde prevalecen títulos de deuda del gobierno.

La situación descrita se torna más preocupante cuando la legislación brinda una garantía de rentabilidad mínima sobre los recursos administrados en las cuentas individuales como es el caso de Colombia y la República Dominicana. En estos países, las administradoras de fondos no tienen el incentivo para asumir posiciones de inversión largas, pues ellas están sujetas a una mayor volatilidad del mercado (o sea, por mayores duraciones en los títulos de inversión) y se expondrían a una pérdida patrimonial por la activación de esa garantía de rentabilidad. Sin embargo, los fondos de pensiones tienen un horizonte de muy largo plazo y así deberían invertirse los recursos para generar una mayor rentabilidad a los afiliados. El resultado final de la garantía de rentabilidad mínima sería que los portafolios de las administradoras de fondos terminan siendo similares y compuestos por inversiones subóptimas de plazos cortos. Esta situación ha sido documentada por autores como Matek y Galic (2017) para el caso de Croacia, un tema que en la literatura económica ha recibido el nombre de efecto manada o *herding effect*. De hecho, Bikhchandani y Sharma (2000) concluyen que este efecto manada debe ser evitado pues incrementa el riesgo sistémico pues los administradores de fondos tienden a invertir en los mismos instrumentos financieros y a mover las inversiones de manera coordinada.

El siguiente cuadro muestra las principales restricciones cuantitativas impuestas por las distintas legislaciones de los países de América Latina con sistemas de CD sobre las inversiones de los fondos de pensiones. Como puede apreciarse, las limitaciones son numerosas y sesgadas hacia la permisibilidad de inversiones

en el sector público, especialmente en títulos soberanos y de bancos centrales locales. Como segunda característica, con la excepción de Chile, Colombia y Perú, el resto de los países limitan las inversiones en el extranjero, llegando al extremo en la República Dominicana, donde no son permitidas. Por último, el tipo de activos en los cuales se pueden invertir los fondos de pensiones han venido creciendo en algunos países, más notablemente en México, en donde se permite invertir hasta un 5% del fondo en mercancías, y en Uruguay, donde es posible destinar hasta un 15% del fondo a préstamos de consumo.

FIGURA 3. AMÉRICA LATINA: PRINCIPALES LÍMITES DE INVERSIÓN
EN LOS SISTEMAS DE CONTRIBUCIÓN DEFINIDA (EN PORCENTAJES)

	Chile	Colombia	Costa Rica	El Salvador	México	Perú	República Dominicana	Uruguay
Renta fija local								
Títulos públicos	40-80	50	80	95	100	40	70	75-90
Instituciones financieras	n.a.	15-30	10	15-40	40	100	70	30-50
Empresas	3-30	60	n.a.	30	100	5-10	70	0-50
Títulos securizados								
	n.a.	n.a.	5	20	20-40	10	5	n.a.
Renta variable local								
	5-80	15-45	15	5	2-53	0-80	30	0-50
Inversiones extranjeras								
	35-100	40-70	25-50	10	20-70	50	0	15-20
Instrumentos estructurados (vivienda o infraestructura)								
	5-10	n.a.	n.a.	n.a.	10-20	n.a.	20	0-50
Mercancías								
	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5	n.a.	n.a.	n.a.
Préstamos de consumo								
	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5-15

n.a.: no aplica límite

Fuente: FIAP (2020)

La determinación de estas restricciones cuantitativas a las inversiones de los fondos de pensiones termina afectando la forma en la cual invierten los fondos de pensiones, y a su vez, la sofisticación del mercado de valores y la disponibilidad de títulos en el mercado local. De hecho, en el siguiente cuadro se observan las estructuras de las inversiones de los sistemas de CD en la región. Resulta evidente el hecho de que los portafolios están muy concentrados en instrumentos del sector público, con la excepción de Chile, Perú y Colombia. Esta concentración en títulos de gobierno es particularmente alta en aquellos países con mayores problemas de sostenibilidad de la deuda pública, lo cual lleva a estos fondos a asumir riesgos de mercado excesivo. Este el caso de Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana.

FIGURA 4. AMÉRICA LATINA: CARTERAS DE INVERSIÓN EN LOS SISTEMAS DE CONTRIBUCIÓN DEFINIDA (EN MILLONES DE DÓLARES Y PORCENTAJES A DICIEMBRE DE 2020)

Sector	Tipo de inversión	Chile	Colombia	Costa Rica	El Salvador	México	Perú	República Dominicana	Uruguay
Inversiones total (millones de dólares)		\$ 231,676.50	\$ 96,679.20	\$ 12,650.20	\$ 12,451.80	\$ 245,086.70	\$ 45,495.20	\$ 11,122.20	\$ 16,053.50
Sector Público	Renta fija	20.4%	36.7%	62.0%	79.7%	48.2%	16.9%	79.2%	56.5%
Corporativo	Renta fija	8.6%	1.5%	1.2%	4.7%	14.4%	6.7%	4.8%	10.2%
	Renta variable	6.9%	8.0%	0.0%	0.1%	7.0%	14.8%	0.0%	9.8%
Financiero	Renta fija	15.8%	3.5%	7.8%	4.7%	2.7%	9.0%	8.3%	4.9%
	Renta variable	0.7%	8.0%	2.2%	0.0%	0.0%	3.2%	0.0%	0.0%
Extranjero	Renta fija	16.0%	4.9%	0.2%	3.5%	1.0%	6.3%	0.0%	5.5%
	Renta variable	29.8%	34.2%	21.4%	5.0%	20.5%	43.4%	0.0%	9.0%
Otros activos		1.9%	0.7%	0.0%	0.0%	5.5%	-0.2%	7.8%	0.0%
Efectivo y disponibilidades		0.0%	2.3%	5.1%	2.3%	0.8%	0.0%	0.0%	4.1%
Total		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: FIAP

También existe un sesgo claro a invertir en instrumentos de renta fija y esto se debe a la poca profundidad de los mercados financieros, especialmente accionarios y a las limitaciones que existen en la mayoría de los países para invertir los fondos de pensiones en instrumentos internacionales. Una de las razones por las cuales el mercado accionario es incipiente en la mayoría de los países de la región es la prevalencia de la deuda pública en mercados primarios y secundarios, lo que eleva el costo de financiamiento para las grandes empresas, las cuales terminan supliendo sus necesidades crediticias con líneas del exterior, sin necesidad de emitir acciones. Además, la existencia de este tipo de estrujamiento creado por la deuda pública impide el desarrollo de nuevos tipos de inversión, como es la existencia de instrumentos alternativos para el financiamiento de sectores como vivienda e infraestructura.

Por ejemplo, de acuerdo con la OECD (2015), los principales fondos de pensiones de CD de los países pertenecientes a dicha organización (sin tomar en cuenta a los latinoamericanos) invertían en activos no tradicionales en promedio 15.3% de la cartera de inversiones, mientras que en los países latinoamericanos con sistemas de pensiones similares solo invertían un 5% de sus fondos en este tipo de activos. Un activo no tradicional son todos los instrumentos que no pueden ser catalogados directamente como un bono o una acción.

5. Características del régimen dominicano de inversiones para fondos de pensiones

5.1. Regulación de los fondos de pensiones en materia de inversiones

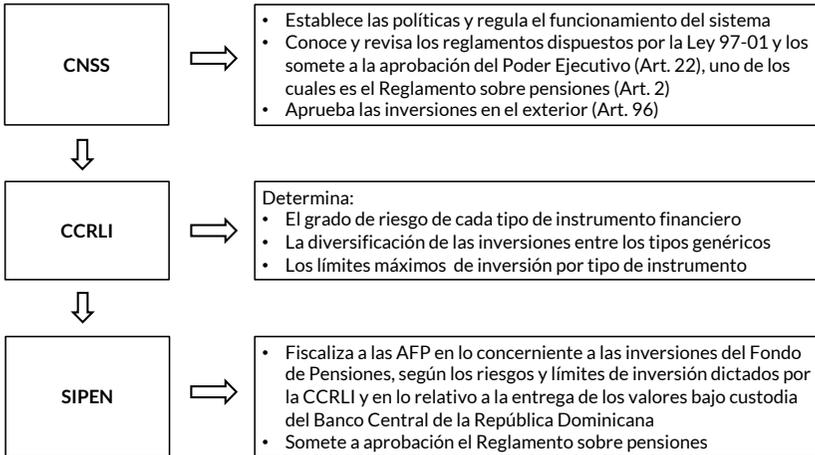
Las cuentas de capitalización individual en la República Dominicana son gestionadas por una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) elegida por el trabajador. Las AFPs son supervisadas por la Superintendencia de Pensiones (SIPEN), la cual de acuerdo con la Ley 87-01 es una entidad pública autónoma supervisora del sistema de pensiones. El Consejo Nacional de Seguridad Social (CNSS) es el órgano supervisor del sistema de seguridad social y está a cargo de someter al Poder Ejecutivo una terna de candidatos para el nombramiento del Superintendente de Pensiones. Este Consejo está integrado por 18 miembros que representan a diversos sectores y gremios que componen el sistema de seguridad social del país. Además, el CNSS tiene como responsabilidad revisar los reglamentos propuestos por la SIPEN y someterlos a aprobación del Poder Ejecutivo, dentro de los cuales se encuentra el reglamento de inversión.

Una de las responsabilidades legales del Superintendente de Pensiones es la de presidir la Comisión Clasificadora de Riesgos y Límites de Inversión (CCRLI), integrada además por el Gobernador del Banco Central, el Superintendente de Bancos, el Superintendente de Seguros, el Superintendente de Valores y un representante técnico de los afiliados. La CCRLI tiene dentro de sus funciones establecer los procedimientos de clasificación y aprobación de instrumentos a ser adquiridos por los fondos de

pensiones que se transen en los mercados nacionales autorizados, de acuerdo a las categorías de riesgo de los instrumentos de deuda indicados en el Artículo 97 de la Ley 87-01.

La Figura 5 muestra la forma en la que se estructura la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones en la República Dominicana. En primera instancia, el CNSS establece las políticas y regula el funcionamiento del sistema de pensiones del país, para lo cual revisa los reglamentos previstos en la Ley 87-01 y los remite para aprobación del Poder Ejecutivo. Uno de estos reglamentos es el Reglamento de Pensiones, el cual incluye las normas generales para la inversión de los recursos y es propuesto al CNSS por parte de la SIPEN. La SIPEN se encarga de fiscalizar que las AFP cumplan con el Reglamento de Pensiones y que las inversiones del fondo se realicen de conformidad con los riesgos y límites de inversión establecidos por la CCRLI, así como lo relativo a la custodia de los valores, la cual está a cargo del Banco Central.

FIGURA 5. ESTRUCTURA DE REGULACIÓN DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES



Las inversiones de los recursos gestionados por las AFP están regidas por el Artículo 96 de la Ley 87-01 que indica que los fondos de pensiones deben invertirse con el fin de generar una rentabilidad real para los afiliados y bajo los límites y normas establecidos por la Ley y regulaciones complementarias. Ese mismo artículo establece que los fondos de pensiones deberán ser “invertidos en el territorio nacional y en caso de que una parte de los mismos pudieran invertirse en el exterior, se tendrá que contar previamente con la aprobación del Consejo Nacional de Seguridad Social (CNSS)”, el cual dictará las normas para este tipo de inversión.

Por su parte, el Artículo 97 de la Ley 87-01 establece siete tipos de instrumentos financieros que son aptos para la inversión de los fondos de pensiones, a saber:

- a. Depósitos a plazo y otros títulos emitidos por las instituciones bancarias, el Banco Central de la República Dominicana, el Banco Nacional de Fomento de la Vivienda y la Producción (BNV), el Instituto Nacional de la Vivienda (INVI) y las asociaciones de ahorros y préstamos reguladas y acreditadas.
- b. Letras o cédulas hipotecarias emitidas por las instituciones bancarias, el Banco Central de la República Dominicana, el Banco Nacional de Fomento de la Vivienda y la Producción (BNV), el Instituto Nacional de la Vivienda (INVI) y por las asociaciones de ahorros y préstamos reguladas y acreditadas.
- c. Títulos de deudas de empresas públicas y privadas.
- d. Acciones de oferta pública.
- e. Títulos de créditos, deudas y valores emitidos o garantizados por estados extranjeros, bancos centrales, empresas y entidades bancarias extranjeras o internacionales, transadas diariamente en los mercados internacionales y que cumplan con las características que señalen las normas complementarias.
- f. Títulos y valores emitidos por el Banco Nacional de la Vivienda, para el desarrollo de un mercado secundario de hipotecas.
- g. Fondos para el desarrollo del sector vivienda.

El inciso e) anterior es claro en indicar que las AFP podrían invertir en instrumentos extranjeros, para lo cual se requeriría la emisión del reglamento respectivo por parte del CNSS. Sin embargo, de momento esa autorización no se ha otorgado, por lo que el 100% de los recursos se invierten en el mercado nacional.

En el caso de las inversiones nacionales, es un requisito que los emisores sean regulados por la Superintendencia de Bancos o la Superintendencia de Valores, con la excepción de los títulos de Gobierno y del Banco Central. Para los títulos de deuda nacionales, se debe contar con una clasificación de deuda del emisor y de la emisión, realizada por una entidad autorizada por la Superintendencia de Valores. Esta información, junto con otra como el prospecto de la emisión y los estados financieros del emisor, son tomados por la CCRLI para asignar una clasificación de riesgo al instrumento en cuestión y determinar su viabilidad para ser adquirido por los fondos de pensiones, para lo cual el instrumento debe contar con una clasificación de riesgo local de grado de inversión.

En el caso de las acciones, la empresa tiene que estar inscrita en una bolsa de valores autorizada por la Superintendencia de Valores y contar con una clasificación de riesgo de emisor para que la CCRLI determine si son viables para ser adquiridas por los fondos de pensiones.

La CCRLI también determina los límites prudenciales de inversión tanto por emisión como por emisor, con el fin de forzar una diversificación mínima del portafolio de los fondos de pensiones. Los límites por emisor están establecidos como porcentaje

del valor del fondo, como porcentaje del activo o patrimonio del emisor y como porcentaje de una emisión o serie en particular.

Las AFP deben transar los instrumentos de inversión en mercados formales, sean estos primarios o secundarios, siempre que sean regulados por la Superintendencia de Valores. La custodia de los títulos está a cargo del Banco Central de la República Dominicana, según lo dicta el Artículo 101 de la Ley 87-01, que indica que por lo menos el 95 por ciento del valor de los instrumentos financieros deben estar bajo custodia del organismo emisor, según las normas que éste establezca. Además, las AFP están obligadas a informar a la SIPEN de forma diaria sobre todas las compras y ventas de títulos valores en los que se invierten los fondos de pensiones.

5.2. Inversiones de las AFP en República Dominicana

Los mercados financieros son una fuente de riesgos, especialmente por su carácter volátil y por la presencia de información asimétrica entre los diferentes participantes. En esta sección se hace una descripción general de los principales riesgos a los que se ven expuestos los fondos de pensiones y se analizará la forma en la que estos riesgos se manifiestan en las inversiones de los fondos de pensiones de la República Dominicana, con sus posibles efectos sobre el sector financiero y de capitales.

En general, los portafolios de los fondos de pensiones en la República Dominicana se están viendo expuestos a un riesgo de inversión alto por la concentración casi exclusiva en títulos de renta fija y de emisores nacionales, a un riesgo de crédito o de

emisor alto por la elevada proporción de las inversiones que se mantienen en títulos del sector público y por un riesgo de liquidez alto por la proporción de los títulos que vencen en plazos cortos, lo cual está determinado por la limitada cantidad de bonos de largo plazo que se ofrecen en el mercado bursátil local. Además, los fondos de pensiones podrían exponerse a un mayor riesgo cambiario, dada la pequeña parte del portafolio que se dedica a instrumentos denominados en dólares.

RIESGO DE INVERSIÓN

El riesgo de inversión es la categoría más general de los riesgos financieros y es el resultado de fallas en la planificación, administración o control de los riesgos (crédito, cambiario, liquidez, mercado, operativo) en la cartera de inversión de un fondo. Estas fallas pueden resultar en rendimientos netos de largo plazo significativamente menores, por ejemplo, como resultado de una fijación excesiva en el rendimiento de corto plazo.

La forma de controlar el riesgo de inversión es estableciendo políticas de gobierno corporativo y diseñando comités de inversiones con responsabilidades definidas, algunas de ellas fiduciarias para los miembros que lo integren. Además, un elemento básico es la obligación de definir a priori una política de inversión que sea consistente con los objetivos del fondo de pensiones y que establezca un presupuesto de riesgo.

A partir de los escritos de Markowitz (1952) se establece que la frontera eficiente de las inversiones se alcanza cuando se optimiza el binomio riesgo – rentabilidad. Ante la materialización del riesgo de inversión, para un presupuesto de riesgo, o sea, un

nivel de riesgo deseado, se obtiene una rentabilidad menor de lo que hubiera sido posible con una mejor planificación, gestión o control de los riesgos.

Un ejemplo clásico de la presencia y materialización del riesgo de inversión es cuando un administrador se preocupa por la optimización del retorno de la cartera en el corto plazo, lo cual puede contraponerse con los objetivos de largo plazo del fondo de pensiones.

Por ejemplo, tal y como fue mencionado en la sección previa, la garantía de rentabilidad mínima de la Ley 87-01 ha provocado que las AFP mantengan portafolios muy similares y que busquen aquellos títulos que registran la menor volatilidad de precio, que son los títulos públicos con vencimientos relativamente cortos.

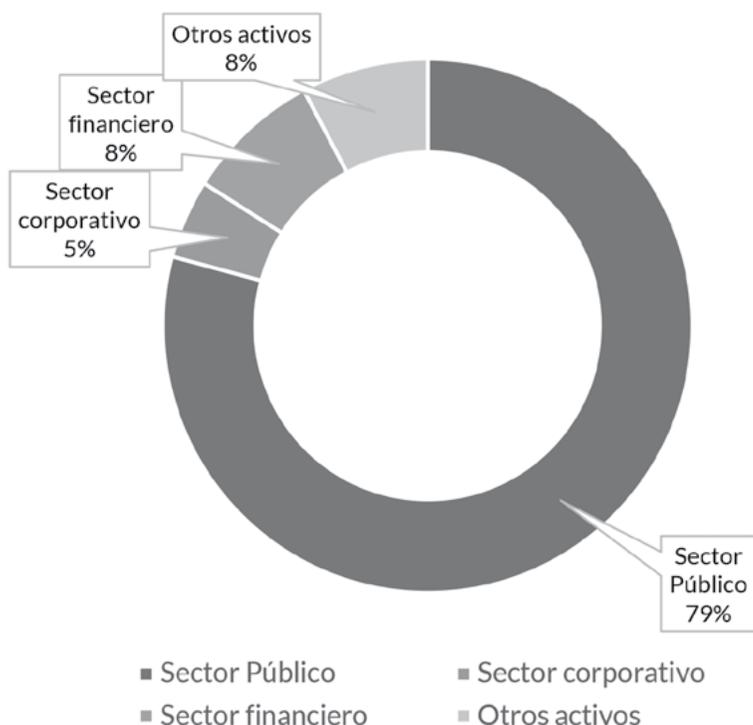
Una concentración excesiva en títulos de renta fija a corto plazo es una característica típica de la presencia del riesgo de inversión. La literatura económica es amplia en demostrar que la renta variable genera mayores retornos en el largo plazo que la renta fija.

No obstante, también está demostrado que la volatilidad del retorno en el corto plazo de la renta variable es mayor que el de la renta fija. Esta preocupación puede llevar a un administrador de cartera inexperto a invertir una porción mayor del portafolio en el corto plazo, en detrimento de los objetivos del fondo de pensiones.

A pesar de que el saldo administrado por las AFP ya alcanza un monto considerable, según las cifras mostradas en la Figura

4 (US \$11.122 millones), las AFP invierten de manera muy básica y prácticamente en dos grupos de emisores, pues dedican un 79% de su portafolio a instrumentos de deuda pública y un 8 por ciento a emisiones de instituciones financieras, principalmente bancos. También tienen una participación muy pequeña en el sector corporativo (5%) y el 8% restante en otro tipo de activos, los cuales presentan instrumentos de carácter más novedoso, aunque de manera incipiente.

FIGURA 6. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS AFP POR TIPO DE INSTRUMENTO (DICIEMBRE 2020)



A pesar de estos nuevos tipos de inversiones, las AFP han tendido en los últimos años a aumentar la proporción del portafolio que se invierte en títulos del sector público. Además, prácticamente todos los instrumentos que integran los portafolios de inversión son de renta fija, pues en el país no se ha desarrollado el mercado accionario y aún no están autorizadas las inversiones en el exterior. Esta estructura del portafolio implica un riesgo de concentración importante en instrumentos del sector público y en renta fija y es una de las principales oportunidades de mejora en el área de inversiones del sistema de cuentas individuales de la República Dominicana.

Cabe recordar que, en el año 2005, las AFP invertían el 100 por ciento de los recursos administrados en instrumentos emitidos por instituciones financieras. La razón obedecía a que los fondos de pensiones tenían una prohibición de invertir en bonos del sector público, tras la crisis financiera del año 2003, a causa de la quiebra del Banco Internacional, conocido como BANINTER, en ese momento el segundo banco privado más grande del país y que causó una corrida bancaria. Para evitar una crisis sistémica, el Banco Central absorbió las pérdidas provocadas por el rescate del sector bancario mediante la emisión de bonos, lo cual produjo una enorme subida de tasas de interés, llegando la tasa básica pasiva a cerca del 50 por ciento anual.

Es a partir de agosto de 2007 que la reglamentación cambió para que las AFP empezaran a invertir los fondos administrados en títulos del sector público y así empiezan a crecer las inversiones en este sector de manera continua hasta el presente. Por su parte, las inversiones en instrumentos emitidos por el sector corporativo siempre han sido muy tímidas y la mayor participa-

ción dentro de los portafolios de inversión se alcanzó en junio de 2008, con un porcentaje de 10.4.

RIESGO DE CRÉDITO O DE EMISOR

El riesgo de crédito, también llamado riesgo de emisor en el caso de las inversiones de fondos de pensiones, es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras derivadas del incumplimiento de una obligación contractual por parte de una contraparte, es decir, del incumplimiento de los pagos previamente estipulados para un título de deuda. Dicho de otra forma, es el riesgo de impago, o sea, la posibilidad de que el emisor de un instrumento financiero no pueda honrar su deuda cuando se cumplan los términos pactados.

El riesgo de crédito se estima de conformidad con modelos matemáticos que calculan la probabilidad de incumplimiento o impago. Esta probabilidad se ve afectada por la capacidad del emisor para pagar sus deudas, la cual es una función inversa del tamaño de sus pasivos financieros.

En el caso de los gobiernos, el riesgo de crédito soberano depende de qué tan grande es la deuda pública en relación con el tamaño de la economía (PIB) y cuál es la capacidad del gobierno para mantener bajo control las finanzas públicas, ya sea controlando el crecimiento del gasto o mejorando la capacidad para recolectar impuestos.

Como los fondos administrados por las AFP en República Dominicana se invierten de forma exclusiva dentro del país y están concentrados en emisores del sector público, es importante

conocer el riesgo de emisor al que se exponen estas inversiones. En general, en los mercados financieros, los emisores que transan títulos de forma pública a nivel internacional, incluyendo la deuda soberana, son calificados de acuerdo a metodologías definidas por compañías como Moody's, Standard and Poors y Fitch, para lo cual se definen categorías de riesgo.

A partir de la crisis causada por la pandemia del COVID, la mayoría de las calificaciones crediticias de los países han sufrido, por el incremento en los déficits fiscales por la menor recaudación de impuestos provocada por el parón de la economía y por los programas públicos de ayuda para las personas desempleadas. Por ejemplo, los países de América Latina que contaban con una calificación soberana de largo plazo catalogada como grado de inversión (superior o igual a BBB-) a mitades de 2021 eran Chile (A), Perú (BBB+), México (BBB), Panamá (BBB), Uruguay (BBB) y Colombia (BBB-). Por su parte, Honduras (BB), Paraguay (BB), Brasil (BB-), Guatemala (BB-) y República Dominicana (BB-) están en una categoría de grado de no inversión y especulativo; Bolivia (B+), Costa Rica (B), Ecuador (B-), El Salvador (B-) y Nicaragua (B-) pertenecen a la clasificación de inversión altamente especulativa. Por último, Argentina (CCC+) está en una categoría de riesgo sustancial y Venezuela (SD) se encuentra en impago, según las evaluaciones realizadas por Standard & Poors. Como puede verse, conforme la calificación de riesgo va desmejorando, el país es más riesgoso pues la probabilidad de impago es mayor y en consecuencia el inversionista exigirá un mayor retorno para invertir en bonos de estos gobiernos. El mismo procedimiento ocurre con emisores privados de deuda.

Cuando se analizó el riesgo de inversión, se hizo mención de que las inversiones de los fondos de pensiones dominicanos están altamente concentradas en títulos del sector público. La Figura 4 que incluye la composición de los portafolios de las AFP en los países de América Latina con regímenes obligatorios de CD, muestra que cuando se compara la forma en la que se invierten los recursos, el sistema dominicano es el que presenta la menor diversificación de los portafolios de inversión.

El país que más se acerca a la estructura de inversiones de los fondos de pensiones de la República Dominicana es El Salvador, aunque este país invierte más del 8.5 por ciento en instrumentos internacionales. Además, el sistema de pensiones de El Salvador ha venido teniendo mucha injerencia política en los fondos de pensiones y por Ley se ha obligado a las AFP a invertir títulos específicos del Ministerio de Hacienda con el fin de financiar el sistema de pensiones público, mediante el denominado Fideicomiso de Obligaciones Previsionales.

Precisamente, los fondos de pensiones dominicanos comparten con El Salvador otra característica y es que son los dos países que presentan la mayor concentración de las inversiones en instrumentos de deuda pública, con porcentaje cercanos a los que se observan en Uruguay y Costa Rica. No obstante, en estos últimos dos países, a diferencia de los que ocurre en República Dominicana y El Salvador, existe una participación alta del Estado en la economía, por lo que se esperaría una mayor porción de emisiones de bonos por parte del sector público.

Esta situación expone a los fondos de pensiones a riesgos de concentración considerables, pues no se debe obviar que la in-

versión en títulos soberanos de la República Dominicana es considerada internacionalmente como especulativa.

RIESGO CAMBIARIO

El riesgo cambiario es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras debido al cambio en el valor de una inversión producto de variaciones en los tipos de cambio. El tipo de cambio se puede definir como moneda local por unidad de moneda internacional (por ejemplo, pesos por dólar) o a la inversa (como dólares o fracción por peso), por lo que riesgo cambiario ocurre en ambas direcciones, o sea cuando se aprecia el dólar en relación con el peso o cuando se deprecia.

El riesgo cambiario en un portafolio de inversiones de un fondo de pensiones se mide en función de los pasivos del fondo. Por lo general, en los fondos de pensiones, la totalidad de los pasivos están representados en moneda local. Esto significa que el riesgo cambiario se asume cuando se invierte en moneda extranjera.

En principio, no es necesariamente desventajoso para un fondo de pensiones invertir en moneda extranjera, pues un gestor de cartera puede elegir exponer una porción del portafolio al riesgo cambiario. No obstante, estas decisiones deben basarse en una política de inversión estructurada y conocida por los directivos del fondo y sus participantes.

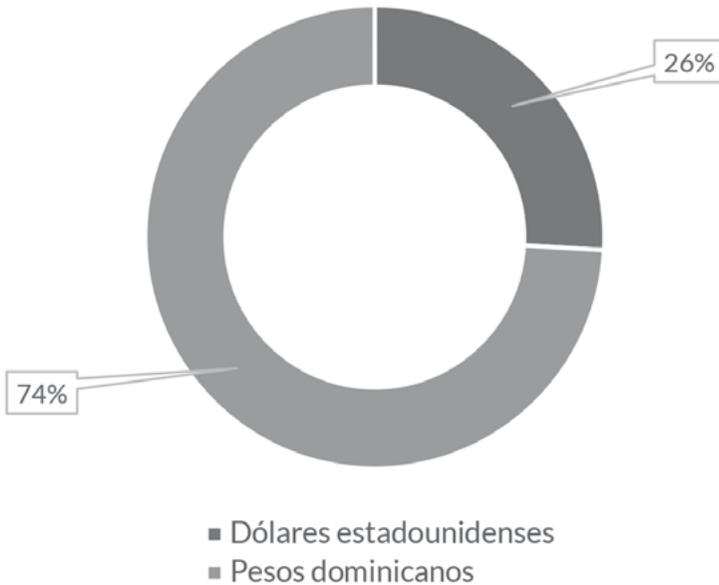
Un motivo para que un gestor de pensiones decida invertir en moneda extranjera es la ausencia de títulos de deuda a tasas de interés variable en el mercado relevante. Por lo tanto, a un

gestor de cartera le puede interesar poseer bonos a tasa variable para manejar el riesgo de mercado. Como se supone que el tipo de cambio varía con la inflación local, las inversiones en dólares sirven como una cobertura indirecta de tasas de interés, en lugar de buscar derivados financieros que cumplan esa función, los cuales posiblemente no existen en mercados financieros locales poco desarrollados como lo son la mayoría de los países de América Latina, incluyendo a República Dominicana.

En el caso de países que invierten una porción importante de los fondos de pensiones en el exterior, por lo general, esta inversión va acompañada del desarrollo de coberturas con el fin de controlar el riesgo cambiario.

La Figura 7 muestra la composición por moneda del portafolio de inversión del sistema de pensiones de capitalización individual de República Dominicana, incluyendo reparto individualizado y el Fondo de Solidaridad. La exposición de los fondos de pensiones al riesgo cambiario es media pues se invierte algo más de una cuarta parte de la cartera en títulos denominados en dólares estadounidenses.

FIGURA 7. INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES POR MONEDA (EN PORCENTAJES A DICIEMBRE DE 2020)



Fuente: Elaboración propia con información de SIPEN

Esta exposición al dólar es reciente, pues es a partir de marzo de 2010 que los fondos de pensiones inician a invertir en instrumentos denominados en esa moneda. Por ejemplo, en el año 2015, solo el 8% de la cartera de inversiones estaba denominada en dólares. Sin embargo, se debe recordar que estas inversiones corresponden a títulos de deuda de emisores locales, pues no hay inversiones en el exterior, por lo que este tipo de emisiones se enfrentan al mismo riesgo sistemático de las inversiones en pesos dominicanos.

Podría cuestionarse la razón que motiva a los fondos de pensiones a invertir en dólares, si todos los beneficios futuros se van a disfrutar en pesos dominicanos. Sin embargo, como se mencionó, sí tiene sentido invertir en moneda fuerte en economías que ofrecen muy pocos instrumentos de inversión a tasas variables, pues así se obtiene una cobertura indirecta sobre tasas de interés ante inflaciones inesperadas. Esto cobra más sentido cuando se considera que casi la totalidad de los instrumentos que se ofrecen en el mercado dominicano de valores son de renta fija y con una tasa de interés fija.

RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez es el riesgo derivado de la imposibilidad de vender o comprar un activo con la suficiente rapidez para evitar o minimizar una pérdida. Por un lado, se asocia a la incapacidad de convertir los títulos de inversión en efectivo, en el corto plazo y sin pérdidas relevantes, con el fin de responder a eventuales necesidades de flujo de caja. Por otro lado, se refiere a la incapacidad de adquirir títulos a los plazos deseados por el inversionista, lo que lo obliga a mantener el dinero en efectivo y a adquirir títulos a plazos indeseados, aumentando el riesgo de la cartera de inversiones y obteniendo una rentabilidad menor a la deseada.

En el caso de las carteras de pensiones, el riesgo de liquidez se manifiesta cuando existe un descalce entre las entradas y salidas de dinero del fondo, lo cual puede ocurrir en dos sentidos. Primero, en contextos de fondos de pensiones que requieren liquidez porque los pagos de beneficios son mayores a los ingresos por aportaciones. Segundo, cuando el fondo es superavitario

en virtud de que los ingresos por aportaciones son mayores a los pagos de beneficios.

En el primero de estos casos, el riesgo de liquidez consiste en mantener inversiones a largo plazo cuando se requiere liquidez en el corto plazo para pagar beneficios, lo que va a obligar a los administradores a acudir al mercado a vender esas posiciones. En el segundo de los casos, el riesgo de liquidez consiste en tener que acudir con mayor frecuencia al mercado de valores a comprar títulos de corto plazo o mantener el dinero en efectivo, cuando sus obligaciones netas van a ocurrir en el largo plazo.

En otros sectores de la industria financiera, el riesgo de liquidez tiene mayor relevancia que en pensiones, pues puede evolucionar hacia un riesgo reputacional o pérdida de confianza en una entidad financiera y ocasionar una corrida bancaria o del sector de valores. En el caso de las pensiones, no existen corridas por la característica obligatoria de permanencia al fondo de pensiones. Es así que el mayor efecto de la materialización del riesgo de liquidez es sobre la rentabilidad del fondo y la imposibilidad de alcanzar una tasa de reemplazo meta.

En cuanto al plazo de las inversiones de los fondos administrados por las AFP en la República Dominicana, en la Figura 8 se presenta la distribución del portafolio de inversión de acuerdo con la fecha de vencimiento de los instrumentos financieros, a diciembre de 2020. El portafolio se muestra relativamente balanceado por plazo, con un sesgo hacia las inversiones de corto plazo, pues el 9% del portafolio vence en el próximo año y el 28 por ciento en menos de tres años. Sin embargo, el plazo promedio de vencimiento de los portafolios de los fondos de pensiones se

ha venido extendiendo conforme el mercado se ha ido desarrollando *vis-a-vis* con el incremento en los fondos administrados. De hecho, la composición de las carteras de inversión de los fondos de pensiones sí ha logrado en los últimos años a invertirse a plazos mayores, en especial, en instrumentos de inversión con plazos de vencimiento superior a los siete años.

Sin embargo, aún persisten porciones del portafolio considerables invertidas que vencen en el corto plazo. República Dominicana está en una etapa temprana del bono demográfico y, además, el sistema de capitalización individual es relativamente joven, por lo que seguirá acumulando una gran cantidad de recursos financieros en las próximas décadas. Por lo tanto, el sistema no tiene necesidades de liquidez y los recursos deberán invertirse a plazos largos, con el fin de aprovechar la prima de liquidez de inversiones con plazos de vencimiento más amplios.

Como resultado, las inversiones del régimen contributivo dominicano exhiben un riesgo de liquidez, ya que la gestión del portafolio obliga a las AFP a estar renovando la cartera con mayor frecuencia, lo cual genera riesgos de reinversión y costos de comisiones que se le cargan a las cuentas individuales.

A pesar de las limitaciones impuestas por el poco desarrollo del mercado financiero local, existe la posibilidad de mejorar el plazo de vencimiento de la cartera utilizando instrumentos de inversión que se ofrecen en mercados extranjeros y facilitando los procesos de inscripción de titularizaciones en el mercado dominicano, es especial aquellas relacionadas con el financiamiento de obras de infraestructura.

Las inversiones internacionales requieren de un conocimiento especializado, por lo que se debe avanzar con cautela durante la curva de aprendizaje. Además, dadas la importancia de los fondos de pensiones en relación con el PIB y a las metas macroeconómicas de los bancos centrales, el incremento de las inversiones de los fondos de pensiones en el exterior debe ser un proceso paulatino para evitar presiones sobre el tipo de cambio.

La experiencia latinoamericana indica que a los administradores de fondos de pensiones les toma muchos años ajustar sus procedimientos para sentirse cómodos e invertir un porcentaje apreciable de las carteras de pensiones en el exterior. De hecho, Chile, país pionero en fondos de pensiones de capitalización individual, tenía invertido en el extranjero solo un 1,3 por ciento de los fondos administrados en el año 1997, esto es, 16 años después del inicio del sistema. Para el año 2004, los fondos de pensiones chilenos invertían 28 por ciento en el exterior, mientras que en el año 2015 esta proporción subió a 46 por ciento, y como puede apreciarse en la Figura 4, ese porcentaje se mantiene así a la fecha de este artículo.

Perú y Colombia también mantienen en la actualidad porcentajes altos de inversiones en mercados internacionales, con una proporción de sus activos administrados en el exterior del 50 y 39 por ciento, respectivamente. No obstante, en 2005, estos porcentajes representaban para Perú un 11 por ciento y para Colombia un 10 por ciento.

Otros países mantienen porcentajes de inversiones en el exterior bajos, a pesar de que los límites regulatorios permiten una mayor participación. Costa Rica, por ejemplo, invierte 22 por

ciento de sus fondos de pensiones en el exterior, luego de 20 años de iniciado el sistema de cuentas individuales, a pesar de que la regulación permite invertir hasta el 50 por ciento de la cartera. De forma similar, en México se invierte 21.5% en el extranjero. Por último, Uruguay y El Salvador solo invierten el 14.5% y el 8.5% de sus fondos en el extranjero, respectivamente. Los últimos dos países que abrieron sus regulaciones para permitir que los fondos de pensiones invirtieran en el exterior fueron Uruguay en el año 2008 y México en el año 2005.

El caso mexicano es interesante pues las inversiones internacionales se hacen a través de mandatos de inversión. Mediante esta figura, el regulador mexicano de pensiones (CONSAR) autoriza para que una administradora de fondos de pensión (llamada AFORE) contrate los servicios de un administrador de activos global para que invierta un determinado monto en el extranjero, usualmente un mínimo de 200 millones de dólares.

México vio en las inversiones internacionales una válvula de escape a la presión interna que se estaba generando, pues su sistema de ahorro para el retiro ha venido experimentando una rápida acumulación de recursos, superior incluso a la oferta de instrumentos locales y profundidad del mercado financiero mexicano. Por ello es que se hizo indispensable encontrar mejores formas de inversión en instrumentos y países elegibles ya autorizados en mercados internacionales que permitan acceder a mejores rendimientos y a una especialización en la gestión de inversiones.

En el caso de Chile y Perú, las inversiones internacionales se realizan principalmente a través de fondos mutuos, ETFs, bonos de deuda y valores de índices financieros. En Chile, estos

instrumentos, al igual que el resto de los activos en los que invierten las AFP, deben ser avalados por la Comisión Clasificadora de Riesgo. La gestión de las inversiones es realizada de forma directa por parte de las AFP.

En resumen, es claro que las inversiones de los fondos de pensiones en mercados internacionales es un proceso paulatino y que toma varios años para adquirir un conocimiento técnico adecuado. Sin embargo, es necesario dar el banderazo de salida para ayudar en la diversificación de los riesgos y contribuir con la profesionalización de los gestores de pensiones.

Algunos autores, como Eyzaguirre (2007) y Barker y Chiu (2017), han demostrado que una mayor inversión en mercados internacionales lleva a los administradores de fondos de pensión a mejorar sus gobiernos corporativos. Además, existe un círculo virtuoso entre un mayor grado de inversión en el extranjero por parte de inversionistas institucionales y más entrada de capital por concepto de inversión extranjera directa y financiera.

RIESGO OPERACIONAL

El riesgo operativo u operacional es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras originadas por fallas o deficiencias relacionadas con los procesos, personas, tecnologías de información, controles internos o eventos externos. Esta categoría de riesgo es la más reciente en ser reconocida como relevante en los procesos de inversión y ha recibido una gran atención luego de la crisis financiera mundial del 2008.

Para los fondos de pensiones, la gestión del riesgo operativo involucra el diseño de procedimientos de trabajo, la forma en que se estructura el Comité de inversiones y cómo se define la política de inversión. Sin embargo, el riesgo operativo involucra temas más amplios como el fraude y la corrupción, y están presentes a lo largo de la administradora de fondos de pensiones, siempre que existan decisiones personales y procedimientos de trabajo, sean explícitos o no.

Lo anterior implica que el manejo del riesgo operacional es específico a cada fondo de pensiones y solamente los administradores, en el trabajo de día a día, podrán identificar y darles seguimiento a esos riesgos mediante el establecimiento de controles. No obstante, el regulador puede establecer pautas generales para el manejo del riesgo operativo.

En relación con este punto, la SIPEN desde octubre de 2015 ha venido remozando el sistema integral de evaluación del riesgo operativo de las AFP mediante la Resolución 370-15. Esta Resolución establece las normas mínimas que deben ser aplicadas por las AFP para la identificación, medición, administración, mitigación y divulgación del riesgo operativo al que se exponen los fondos de pensiones.

Siguiendo los avances más recientes de la supervisión basada en riesgos, esta reglamentación exige a la AFP que, previo a incorporar o emprender nuevos productos, actividades, procesos o sistemas nuevos, se evalúe y controle el riesgo operativo inherente relacionado a los mismos. Al mismo tiempo, esta normativa es un preámbulo que permite adoptar en un futuro normas de inversión basadas en el principio de la persona prudente, en lugar

de las restricciones cuantitativas a las pensiones, las cuales pueden tener un perjuicio sobre los rendimientos y la administración de los riesgos del fondo.

Uno de los objetivos de esta normativa es automatizar la medición del riesgo operativo³⁸. La reglamentación hace énfasis en que los procesos de tecnología de información deben ser seguros y confiables y mitigar las interrupciones del negocio, definiendo planes de contingencia y continuidad, incluso cuando los servicios son provistos por terceros. Para ello se utiliza el estándar COBIT para el gobierno de tecnologías de información, pudiendo ser complementado con otros estándares internacionales. Además, exige certificaciones internacionales para los auditores de los sistemas de tecnología de información de las AFP.

También se obliga a las AFP a elaborar y mantener actualizados los mapas de los procesos de toda la operatividad e indicar los puntos de control que tienen dichos procesos y establece la necesidad de contar con planes de capacitación al personal de la AFP y de sucesión, de acuerdo a la naturaleza de las funciones que se desempeña.

La Resolución delega en el Consejo de Administración de cada AFP la obligación de definir la política general de gestión del riesgo operativo y lo obliga a crear el Comité de Riesgo Operativo y una Unidad de Administración de Riesgo Operativo. Esta Unidad es la responsable del control y la mitigación de los riesgos operativos a los que se encuentran expuestas las AFP. Cada AFP debe remitir a

38 Esta normativa se ha complementado con la Circular 95-16 sobre especificaciones técnicas del archivo electrónico para el envío de información relativa a la base de datos de eventos de pérdida del sistema de evaluación de riesgo operativo.

la SIPEN un informe anual sobre la evaluación de los riesgos operativos a los que está expuesta por proceso crítico y área operativa y de apoyo, que refleje su perfil de tolerancia al riesgo.

La reglamentación permite la creación de subcomités para las actividades especializadas, incluyendo la evaluación de los riesgos operativos de los procesos de las inversiones. De esta forma, las AFP deben establecer políticas, manuales y procedimientos, mapas de procesos y mecanismos de cuantificación económica sobre:

- a. La definición de la Política de inversión;
- b. Realización de operaciones financieras;
- c. Liquidación de operaciones financieras;
- d. La contabilización de operaciones financieras y emisión del informe diario de operaciones.

Finalmente, el reglamento exige realizar una autoevaluación anual del manejo del riesgo operativo con una calificación cuantitativa de la gestión de procesos críticos, gestión administrativa y de desempeño de la AFP.

A pesar de esto, puede ser recomendable agregar una calificación cualitativa pues la materialización de un riesgo operativo en un segmento de la organización puede provocar un efecto mayor al ponderador que se le ha asignado, arrastrando el problema a la totalidad de los procesos. Por ejemplo, una falla generalizada en los sistemas tecnológicos puede comprometer el negocio de la AFP y su reputación en el mercado, a pesar de que esta área representa solo un 15 por ciento en la autoevaluación del riesgo operativo.

6. Conclusiones y recomendaciones

- Las inversiones de los fondos de pensiones deben buscar un equilibrio entre el riesgo y la rentabilidad que solo se logra mediante una diversificación adecuada de los portafolios de los recursos administrados.
- Regulatoriamente, esta diversificación se puede lograr mediante la imposición de límites o siguiendo los principios del inversor prudente. En el primer caso, los límites también se pueden convertir en una camisa de fuerza que limita la posibilidad de alcanzar la frontera eficiente de la rentabilidad. En el segundo caso, las normas del inversor prudente requieren del desarrollo de un gobierno corporativo fuerte que defina su apetito por el riesgo y establezca una política de manejo de riesgos a lo largo y ancho de la organización, especialmente en lo relacionado con el gobierno de las inversiones.
- En el caso de la República Dominicana, no es posible alcanzar una diversificación adecuada de los fondos de pensiones porque no se permiten las inversiones en el exterior y el mercado local no provee instrumentos de renta variable.
- Por lo tanto, el país no puede dar el paso al ofrecimiento de multifondos y fondos generacionales a los afiliados a los fondos de pensiones, lo cual tiene un costo en términos de rentabilidad y una mayor exposición a riesgos.
- Aunque la situación ha venido mejorando en los últimos años, el resultado de la imposición de límites a las inver-

siones de los fondos de pensiones es una composición del portafolio sesgada hacia los mercados locales, en instrumentos de deuda y emitidos por el sector público, lo cual va en el sentido opuesto a una sana diversificación.

- En general, los portafolios de los fondos de pensiones en la República Dominicana se están viendo expuestos a un riesgo de inversión alto por la concentración casi exclusiva en títulos de renta fija y de emisores nacionales, a un riesgo de crédito o de emisor alto por la elevada proporción de las inversiones que se mantienen en títulos del sector público y por un riesgo de liquidez alto por la proporción de los títulos que vencen en plazos cortos, lo cual está determinado por la limitada cantidad de bonos de largo plazo que se ofrecen en el mercado bursátil local.
- Aparte de permitir la apertura de las inversiones de los fondos de pensiones a instrumentos internacionales, se debe revisar la garantía mínima de rentabilidad pues puede estar llevando a los gestores de los fondos a tomar posiciones pasivas y de corto plazo en detrimento de la rentabilidad e intereses de los afiliados.
- También resultaría de provecho para el sistema transcurrir de una regulación basada en límites de inversión a normas basadas en el inversor prudente y la administración de riesgos. Para ello es necesario, de forma previa, fortalecer los gobiernos corporativos de las AFPs y ajustar la regulación y supervisión para que se base en la evaluación del manejo de los riesgos, en lugar del cumplimiento de requisitos normativos.

7

UN MODELO DE PENSIONES PARA VALORAR LOS IMPACTOS DEL SISTEMA SOBRE EL AFILIADO EN REPÚBLICA DOMINICANA

Manuel Lozano y Diego Valero

1. Introducción

La Ley 87-01 se creó con el objetivo de contribuir al mejoramiento de la calidad de vida, a la reducción de la pobreza y las desigualdades sociales, y todo ello, contribuyendo a elevar la capacidad de ahorro, tanto nacional como individual. Era necesario atender a ciertos principios reguladores que aseguraran gradualidad, sostenibilidad y un necesario equilibrio financiero, y en el marco de estos principios, el régimen contributivo para pensiones establecido en la Ley 87-01 empezó a andar en 2003.

El régimen contributivo para pensiones inició en 2003 para afiliados de hasta 45 años, y, por tanto, los beneficios de

este régimen no han empezado a vislumbrarse hasta hace bien poco. Han pasado ya 20 años desde la entrada en vigor de la ley, y respecto a pensiones, la población dominicana sólo ha tenido la visión de la fase de acumulación, fase en la cual las aportaciones realizadas a la Cuenta de Capitalización Individual (CCI) del afiliado, y las rentabilidades generadas por éstas, iban acumulando un saldo que permitiría pagar prestaciones en su vejez. A partir de ahora, y progresivamente, el sistema de pensiones empezará a pagar prestaciones de vejez a los afiliados que vayan cumpliendo los requisitos para pensionarse, y, por tanto, poco a poco, se empezará a disponer de una foto más completa de sistema, y que permitirá analizar con claridad la fase de acumulación y la fase de desacumulación, es decir, la comparación entre esfuerzo contributivo y prestaciones recibidas.

En el inicio de la Ley cabe pensar, por tanto, en cuál era el diseño teórico del régimen contributivo para pensiones, es decir, cuando el regulador estableció los principios de la ley, y, sobre todo, cuando estableció cuáles serían las cuantías de aportes destinadas a la CCI de afiliados, cuáles eran las cuantías de pensiones esperadas.

2. Estimaciones de las pensiones de vejez bajo el contexto actual

La pensión por vejez se estableció preferentemente³⁹ para afiliados con 60 años y con un mínimo de 360 meses cotizados y la aportación a la CCI del afiliado se estableció finalmente en un 8%

39 Se establece también en la Ley la pensión por vejez para afiliados con 55 años o más. Adicionalmente, el SDSS también contempla la Pensión por Cesantía por Edad Avanzada y la Pensión Mínima con cargo al Fondo de Solidaridad Social para afiliados de bajos ingresos.

del salario cotizante, luego de un período gradual donde el aporte a la cuenta fue aumentando progresivamente hasta llegar a este 8%⁴⁰. Este aporte es cofinanciado entre empleado y empleador.

A partir de la data y la información estadística publicada por la Superintendencia de Pensiones, y aplicando ciertas hipótesis⁴¹ sobre el comportamiento de algunas variables, se han estimado las pensiones de vejez del colectivo de afiliados que subyacen en el diseño teórico del sistema, y a partir de éstas, las correspondientes tasas de reemplazo⁴², entendidas como la relación entre la pensión de jubilación en el momento de retiro y el último salario cotizante del trabajador en el momento antes del retiro. El análisis de los resultados obtenidos nos muestra la siguiente información relevante sobre el diseño teórico del sistema.

En primer lugar, el régimen de aportaciones implicaría unas tasas de reemplazo para los afiliados al sistema de pensiones del 33% en un escenario central de rentabilidad del 10% anual nominal, pero cabe destacar, no obstante, que el saldo acumulado a los 60 años y tras 360 cotizaciones, tal y como es previsible, es muy sensible a la rentabilidad de las aportaciones. Una rentabili-

40 La reciente Ley 13-20 ha situado el aporte a la CCI en el 8.4%.

41 Rentabilidad real de los fondos del 5.77%, acordes a una rentabilidad nominal del 10% anual y a un Índice de Precios del 4% anual. La evolución salarial real se ha supuesto del 1% anual. La tasa de descuento y las tablas de mortalidad utilizadas para calcular las pensiones a partir de los saldos acumulados a jubilación han sido las establecidas por la SIPEN en la Circular 77-11. http://www.sipen.gov.do/documentos/norm_circular_77-11.pdf

42 La OECD define la tasa de reemplazo neta como los derechos a pensión individual neta divididos por el salario neto en el momento antes del retiro, teniendo en cuenta impuestos y contribuciones pagadas por trabajadores y pensionistas. Mide con qué efectividad un sistema de pensiones provee un ingreso a sus pensionistas para sustituir su salario, principal fuente de ingresos antes del retiro. Este indicador se mide en porcentaje de ingresos antes del retiro, por sexo.

dad nominal supuesta para todo el período del 11% anual implica unas tasas de reemplazo del 40% del último salario. Una rentabilidad del 12% implicaría tasas de reemplazo cercanas al 48%. Adicionalmente se obtiene que las tasas de reemplazo son algunos puntos superiores en los hombres respecto a las mujeres, como es sabido, por la mayor esperanza de vida de ellas.

En segundo lugar, es necesario mencionar que la estadística salarial actual muestra diferencias salariales⁴³ por edades, que se mueven entre los 13,000 RD\$ para los menores de 20 años y los 32,000 RD\$ para mayores de 50 años, y situándose en torno a los 25,000 RD\$ para los cotizantes de edades intermedias. Atendiendo a que el salario mínimo actual supera los 13,000 RD\$, los salarios promedio de los cotizantes actuales se mueven, en promedio, entre 1 y 2.5 salarios mínimo.

En tercer lugar, cabe destacar que el diseño teórico del régimen contributivo se acerca a tasas de reemplazo razonables pero el bajo nivel de ingreso de los cotizantes, medido en proporción a los salarios mínimos, implicaría estresar demasiado el Fondo de Solidaridad Social, diseñado para complementar la pensión de aquellos que, tras un esfuerzo contributivo razonable⁴⁴ no hayan acumulado un saldo suficiente que les permita cobrar al menos la pensión mínima.

Los resultados mostrados son resultados promedio en función de la información estadística de la Superintendencia de

43 Es la información sobre salarios cotizables que la SIPEN publica periódicamente en sus estadísticas.

44 360 cotizaciones para jubilarse con 60 años, o 300 cotizaciones con 65 años para tener derecho al Fondo de Solidaridad Social.

Pensiones (SIPEN), pero la pensión estimada de los afiliados, atendiendo a las hipótesis descritas, y suponiendo que se cumplan las 360 cotizaciones realizadas al sistema, varía sustancialmente en función de la edad de entrada al sistema y la edad de jubilación. A continuación, la Figura 1 muestra las estimaciones de tasas de reemplazo para 3 afiliados de diferentes edades y diferentes edades de jubilación.

FIGURA 1: ESTIMACIONES DE TASAS DE REEMPLAZO

TASAS DE REEMPLAZO CON 360 COTIZACIONES			
<i>EDAD</i>	<i>JUBILACIÓN 60 AÑOS</i>	<i>JUBILACIÓN 62 AÑOS</i>	<i>JUBILACIÓN 65 AÑOS</i>
20	48,22%	52,46%	60,21%
25	42,47%	46,39%	53,47%
30	37,54%	41,09%	46,71%

Así, por ejemplo, un afiliado de 25 años que se jubile a los 65 años habrá estado en la AFP durante 40 años, pero no habrá cotizado ininterrumpidamente, sino que habrá cotizado 30 años (360 cotizaciones) durante su “vida laboral” como afiliado.

Las expectativas de pensión se sitúan, en algunos casos, en tasas superiores al 50%. Los afiliados que al llegar a los 60 años hayan acreditado 360 cotizaciones obtendrán tasas de reemplazo entre el 38 y el 48%, en función de cuándo empezaron a ahorrar. Es evidente la importancia de empezar a ahorrar a edades tempranas. Aquellos afiliados que no consigan acreditar las 360 cotizaciones hasta haber alcanzado los 62 ó 65 años, obtendrán tasas de reemplazo superiores, pues, por un lado, habrán estado más tiempo aportando a su CCI, y, por otro lado, cobrarán su pensión durante menos tiempo.

Estos resultados, que ofrecen tasas de reemplazo elevadas para estos 3 casos tipo, se consiguen tras mantener una continuidad en las cotizaciones, que permitan, tras llegar a la edad de pensionarse, acumular un saldo en la CCI que permita pagar pensiones dignas y suficientes. Este ejercicio teórico sirve para dimensionar el impacto de una vida laboral continuada de aportaciones.

3. Proyecciones de pensiones a largo plazo

En cualquier caso, y tomando como referencia las estimaciones de tasa de reemplazo a partir de la información estadística de la SIPEN, la pregunta que subyace tras este diseño teórico del sistema es si unas tasas de reemplazo que podrían llegar a situarse en torno al 40% pueden considerarse razonables.

La OIT en su convenio 102, el Banco Mundial o la OECD recomiendan unas tasas de reemplazo en los sistemas de pensiones, tasas de reemplazo a la que los países deberían converger y que se consideren tasas de reemplazo objetivo para el sistema de pensiones dominicano por tratarse de unas tasas de reemplazo que se consideran adecuadas para paliar la pobreza en la vejez y dotar de unos ingresos suficientes a los adultos mayores.

La tasa de reemplazo objetivo (que puede ser el proxy de una tasa de reemplazo adecuada) es diferente según los distintos organismos internacionales, pero podemos asumir que, en el estadio actual del país, esa tasa debería dirigirse hacia al 40% que marca la OIT en su Convenio 102.

Pero esa tasa debe ser matizable necesariamente en el medio y largo plazo en función de las tasas de referencia de la región, con sistemas similares al dominicano donde una tasa de reemplazo promedio del 35% podría servir de referencia, tratando de llegar al 40% en el largo plazo. Las estimaciones de tasas de reemplazo en Chile están en el 40% (hombres), y en México en el 30%.

Por tanto, los importes de tasas de reemplazo que subyacen en el diseño teórico del sistema de pensiones dominicano, y que se sitúan en torno al 40%, pueden considerarse razonables y en consonancia con otros países del entorno, y por consiguiente podría concluirse que el diseño del sistema que estableció inicialmente el regulador se realizó acorde a unos estándares razonables.

Ahora que ya han pasado 20 años desde que la Ley 87-01 estableció el Sistema Dominicano de Seguridad Social (SDSS), y entró en vigor el régimen contributivo para pensiones, es necesario analizar los resultados a partir de la data actual, y compararlos con ese diseño teórico del sistema.

La población dominicana ha evolucionado en los últimos años y cabe por tanto analizar si tras estos 20 años, y en base a la información y data actual, esos estándares razonables sobre los que el regulador sustentó el diseño del sistema de pensiones están cerca de los resultados que se muestran actualmente.

Así pues, a partir de la data y la información estadística publicada por la Superintendencia de Pensiones, de las hipótesis consideradas, y añadiendo a la información facilitada por las AFP sobre saldos promedios acumulados en la cuenta de capitalización de los afiliados, y sobre la densidad de cotización producida

durante estos años, se han proyectado las pensiones de vejez que otorgaría el sistema y se ha analizado su grado de suficiencia tomando como referencia las ya mencionadas tasas de reemplazo.

El perfil socioeconómico de los afiliados que cotizan actualmente al sistema es, atendiendo a la información estadística que publica periódicamente la SIPEN, el que se resume en la Figura 2.

**FIGURA 2. DISTRIBUCIÓN DE LOS COTIZANTES
POR EDAD Y SEXO**

DISTRIBUCIÓN DE COTIZANTES POR EDAD Y SEXO			
<i>EDAD</i>	<i>COTIZANTES</i>	<i>HOMBRES</i>	<i>MUJERES</i>
<i>Hasta 19</i>	28.720	15.508	13.212
<i>20-24</i>	220.671	119.155	101.516
<i>25-29</i>	304.745	164.552	140.193
<i>30-34</i>	277.792	149.998	127.794
<i>35-39</i>	248.044	133.936	114.108
<i>40-44</i>	220.582	119.107	101.475
<i>45-49</i>	179.954	97.169	82.785
<i>50-54</i>	149.668	80.816	68.852
<i>55-59</i>	112.881	60.952	51.929
<i>60 y más</i>	160.138	86.469	73.669
TOTAL	1.903.195	1.027.662	875.533

Fuente: Elaboración propia a partir de la información publicada por la SIPEN (febrero 2020).

Adicionalmente, el perfil salarial de los cotizantes muestra diferencias significativas en función del grupo de edad de pertenencia, tal y como se muestra en la Figura 3.

FIGURA 3. PERFIL SALARIAL DE LOS COTIZANTES

SALARIOS PROMEDIO POR EDAD	
EDAD	SALARIO PROMEDIO
Hasta 19	12.706,28
20-24	15.734,02
25-29	20.349,17
30-34	24.909,61
35-39	27.923,38
40-44	30.401,16
45-49	29.851,24
50-54	31.579,49
55-59	31.806,74
60 y más	27.339,76
SALARIO PROMEDIO	25.609,56

Fuente: Elaboración propia a partir de la información publicada por la SIPEN (febrero 2020).

Es relevante destacar cómo se agrupan los cotizantes actuales en función de su rango salarial. Tal y como se observa en la Figura 4, el porcentaje tan alto de cotizantes que lo hace por salarios muy bajos. El 75% de los cotizantes se sitúa por debajo de 2 salarios mínimos.

**FIGURA 4. DISTRIBUCIÓN DE LOS COTIZANTES
SEGÚN SALARIO**

DISTRIBUCIÓN DE COTIZANTES POR SALARIO	
RANGO SALARIO MÍNIMO	COTIZANTES
0-1	787.359
1-2	635.286
2-3	185.949
3-4	122.912
4-6	102.483
6-8	30.186
8-10	14.009
10-15	14.702
15 y más	10.309
TOTAL	1.903.195

Fuente: Elaboración propia a partir de la información publicada por la SIPEN (febrero 2020).

A continuación, en la Figura 5 se muestra cuál es la cuantía promedio de saldos acumulados en las CCI de los afiliados cotizantes en las AFPs, en función de su edad y de su rango salarial.

FIGURA 5. PROMEDIO DE SALDO ACTUAL EN LA CUENTA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL

PROMEDIO DE SALDO ACTUAL EN LA CUENTA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL (EN RD\$)			
EDAD	RANGO SALARIAL EN FUNCIÓN DEL SALARIO MÍNIMO		
	0-1	1-2	2-3
<i>Hasta 19</i>	5.000,00	10.000,00	15.000,00
20-24	15.000,00	30.000,00	55.000,00
25-29	30.000,00	70.000,00	120.000,00
30-34	55.000,00	125.000,00	220.000,00
35-39	75.000,00	185.000,00	330.000,00
40-44	90.000,00	225.000,00	415.000,00
45-49	95.000,00	250.000,00	470.000,00
50-54	100.000,00	275.000,00	500.000,00
55-59	105.000,00	285.000,00	520.000,00

Fuente: Elaboración propia a partir de información facilitada y estimada de las diferentes AFP

Por último, es muy relevante destacar la densidad de cotización de los afiliados cotizantes, y que muestra en la Figura 6 con qué frecuencia se realizan aportaciones.

FIGURA 6. PROMEDIO DE DENSIDAD DE COTIZACIÓN

PROMEDIO DE DENSIDAD DE COTIZACIÓN			
EDAD	RANGO SALARIAL EN FUNCIÓN DEL SALARIO MÍNIMO		
	0-1	1-2	2-3
Hasta 19	83%	84%	85%
20-24	83%	84%	85%
25-29	76%	77%	78%
30-34	70%	71%	72%
35-39	75%	76%	77%
40-44	74%	75%	76%
45-49	74%	75%	76%
50-54	74%	75%	76%
55-59	73%	74%	75%

Fuente: Elaboración propia a partir de información facilitada y estimada de las diferentes AFP

Así, a partir de la información estadística publicada en la SIPEN sobre número de cotizantes, sexo, edad y salario promedio de los mismos, y tal y como se muestra en los cuadros precedentes, y de la información facilitada por diferentes AFP, pueden observarse los diferentes perfiles socioeconómicos de los cotizantes actuales en el sistema de pensiones dominicano. Y es a partir de estos perfiles actuales que se han proyectado cuáles serían las pensiones que pagaría el sistema. El análisis de los resultados obtenidos nos permite extraer las siguientes conclusiones sobre la situación actual del sistema y su comparativa sobre su diseño teórico.

En primer lugar, obtendríamos que la tasa de reemplazo promedio, suponiendo un escenario central de rentabilidad del

10% anual nominal, se situarían en el 30,5%, lo que implicaría un descenso de 2.5% puntos respecto al escenario teórico proyectado anteriormente, y que se explica principalmente por la densidad de cotización⁴⁵, que se ha situado en torno al 75%. A continuación, se incluye un cuadro que muestra las tasas de reemplazo separadas por hombres y mujeres.

FIGURA 7. TASAS DE REEMPLAZO PROYECTADAS

TASAS DE REEMPLAZO			
EDAD	TASA REEMPLAZO HOMBRES	TASA REEMPLAZO MUJERES	EDAD JUBILACIÓN
<20	39,9%	35,3%	60,0
20-24	40,9%	36,2%	60,0
25-29	35,1%	30,9%	60,6
30-34	36,2%	31,4%	64,4
35-39	38,1%	33,2%	63,0
40-44	36,0%	31,1%	65,0
45-49	31,1%	26,9%	65,0
50-55	23,9%	20,7%	65,0
>55	18,5%	16,0%	65,0
Promedio	32,4%	28,3%	63,3

Fuente: Elaboración propia a partir de información facilitada y estimada de las diferentes AFP

45 Los perfiles socioeconómicos se han elaborado a partir de la información publicada por la SIPEN sobre los cotizantes, y es para estos cotizantes que las densidades de cotización se sitúan en torno al 75%. Un análisis de la totalidad de los afiliados, cotizantes y no cotizantes, arrojaría cifras de densidades de cotización promedio que apenas superarían el 50%, y que implicaría tasas de reemplazo bastante inferiores.

En segundo lugar, es necesario analizar la edad de jubilación, ya que es un aspecto muy relevante para considerar con la data actual, ya que cuando la densidad de cotización se aleja del 100% teórico existen dificultades para llegar a los 60 años habiendo cotizado 360 meses. Como puede observarse en el cuadro anterior, sólo los más jóvenes se jubilarían a los 60 años. El promedio de edad de jubilación son los 63.3 años. Las personas que hoy tienen más de 40 años verán progresivamente disminuir sus tasas de reemplazo y deberán hacer un esfuerzo contributivo mayor para poder pensionarse por vejez, y lo harán a los 65 años. El retiro a los 65 años, si se produce con al menos 300 cotizaciones, otorga el derecho a una pensión mínima. Con la data actual, el 50% de los afiliados deberían esperar hasta los 65 años para jubilarse, y el 27% del total de afiliados necesitaría del Fondo de Solidaridad Social para completar sus fondos y poder recibir la pensión mínima. Evidentemente, aquellos que reciban una pensión mínima, aumentarán considerablemente su tasa de reemplazo⁴⁶. En concreto, si se ajustaran las pensiones calculadas con anterioridad, a las pensiones mínimas, la tasa de reemplazo promedio aumentaría en +3 puntos porcentuales, hasta el 33.5%.

En tercer lugar, una gran parte de los afiliados con salarios entre 1 y 2 salarios mínimos se beneficiarían de las pensiones mínimas que otorga el sistema para mejorar susceptiblemente sus tasas de reemplazo. No obstante, recibirían este beneficio a los 60 años y sin haber acreditado todavía, en promedio, un mínimo de 300 cotizaciones. Los afiliados con salarios medios y altos, superiores a 3 salarios mínimos, podrían aplicar a pensionarse a

46 Las tasas de reemplazo mostradas no incluyen, en aquellos casos que aplique, el importe de la pensión mínima. Son tasas de reemplazo que miden el esfuerzo contributivo del afiliado.

partir de los 55 años porque podrían acumular un fondo que les permitiera cobrar una pensión que fuera superior en un 50% a la pensión mínima. En cualquier caso, sus tasas de reemplazo serían inferiores al disfrutar de su pensión durante más tiempo. El sistema prioriza el saldo acumulado en la Cuenta de Capitalización Individual para acceder a las diferentes modalidades de pensión, y, por tanto, los afiliados de más ingresos se pensionarán mucho antes que los de menor ingreso.

En cuarto lugar, existe un volumen alto de afiliados que llegarán a los 65 años sin haber cotizado 300 meses, de hecho, su promedio de cotizaciones se situaría en 178, y que, en principio, no aplicarían para cobrar una pensión mínima, y para los que sus tasas de reemplazo se situarían en el 17%, siendo el colectivo que ofrece unas cifras más bajas. Es importante aumentar las cotizaciones de este colectivo para mejorar sus tasas de reemplazo pues es, a priori, el colectivo más vulnerable.

Adicionalmente, tal y como se menciona anteriormente, las pensiones, y por extensión las tasas de reemplazo son muy sensibles a la rentabilidad de las inversiones, y, por tanto, cabe preguntarse qué mejoras se producirían en el sistema con un aumento de rentabilidad nominal de, por ejemplo, un punto porcentual. En este caso las tasas de reemplazo se elevarían en 5.7 puntos porcentuales, alcanzando en promedio el 36.2%. El colectivo más beneficiado por un aumento de rentabilidad serían los afiliados de menores salarios, ya que son los que se jubilarían más tarde, ya que el sistema prima un volumen de saldo suficiente para acceder a algún otro tipo de retiro. Por el contrario, son los que tienen un mayor salario los menos beneficiados por el aumento de rentabilidad de las inversiones, pues un mayor volumen

de saldo les permitiría aplicar por la pensión de vejez a partir de los 55 años de forma anticipada. La edad promedio de jubilación se situaría en los 63.1 años.

Además, la suficiencia en las pensiones, y las tasas de reemplazo tienen una relación directamente proporcional con la densidad de cotización; si la densidad de cotización hubiera sido del 100%, es decir, que los afiliados hubieran realizado la totalidad de los aportes desde su entrada en las AFPs, y no un porcentaje menor, las tasas de reemplazo hubieran aumentado considerablemente, más de 12 puntos porcentuales. Además, el aumento de la densidad de cotización eleva considerablemente la cantidad de afiliados que llegarían a las 300 cotizaciones y aplicarían para una pensión mínima; y por último, la edad promedio de jubilación real se reduciría más de 1 año.

4. El rol fundamental de las AFPs en el resultado final de las pensiones

Es necesario hacer hincapié en que el sistema de pensiones del régimen contributivo sigue una serie de principios reguladores con el objetivo de conseguir unas pensiones suficientes en la vejez para la población dominicana afiliada. En este sentido, el espíritu de la Ley distribuye el objetivo conjunto de conseguir la suficiencia de esas pensiones entre los diferentes actores: empleados, a través de sus aportes, empleadores, a través de sus aportes en favor de los empleados y de su aporte solidario al Fondo de Solidaridad Social que garantiza pensiones mínimas, y por último, las Administradoras de Fondos de Pensiones, a través de la

gestión de las cuentas de los afiliados y generando la rentabilidad necesaria para el pago de unas pensiones suficientes.

En este sentido, la prestación de jubilación que cobrarán los afiliados en el momento de su retiro es financiada a lo largo de su vida laboral por estos diferentes agentes económicos:

- a. El trabajador y sus contribuciones, donde el trabajador contribuye a la financiación de su propia prestación de jubilación aportando el 2.40% de su salario a la CCI.
- b. El empleado y sus contribuciones, donde el empleador contribuye a la financiación de la prestación de jubilación de los afiliados aportando el 5,60% del salario del empleado a la CCI.
- c. Las AFP y la rentabilidad de los fondos, donde a partir de las contribuciones de empleado y empleador a la CCI, las AFP contribuyen a la financiación de la prestación de jubilación del afiliado a través de las inversiones de los fondos administrados y los rendimientos que éstas generan.
- d. El Fondo de Solidaridad Social, donde para aquellos casos previstos en la Ley, la prestación de jubilación se complementa con cuantías del FSS, que a su vez se financia con una aportación del empleador del 0.4% del salario cotizante del empleado, y con el rendimiento que dichas aportaciones generan a través de las inversiones que realizan las AFP.

En la Figura 8 se muestra en qué porcentaje contribuye cada uno de los agentes económicos en la financiación de la prestación de los jubilados en la actualidad.

FIGURA 8. FINANCIACIÓN DE LA PRESTACIÓN

FINANCIACIÓN DE LA PRESTACIÓN	
APORTACIÓN AFP	43,55%
APORTE EMPLEADOR	39,50%
APORTE TRABAJADOR	16,95%



Fuente: Elaboración propia

Por cada 100 RD\$ de pensión, 17 RD\$ se corresponden a aportaciones realizadas por los propios trabajadores, 39 RD\$

se corresponde a aportaciones realizadas por el empleador, y 44 RD\$ se corresponde a aportaciones⁴⁷ que realiza la AFP a la CCI en forma de rendimiento de las inversiones.

Estas cifras evidencian, con independencia del tipo de prestación a la jubilación a la que acceda el afiliado, por un lado, los grandes beneficios que para el trabajador tiene el sistema actual de pensiones del régimen contributivo, y, por otro lado, la enorme contribución que realizan las AFP a las prestaciones de sus afiliados.

En el caso particular de aquellos afiliados que se pensionan, cumpliendo los requisitos de cotización, pero sin un saldo acumulado suficiente que les otorgue una pensión mínima y que, por tanto, cobrarían una pensión mínima con la ayuda de los fondos del Fondo de Solidaridad Social, la financiación mostrada en los cuadros anteriores, lo es sin considerar dicho aporte del FSS. Tras incluir los aportes del FSS a la financiación de la prestación, dicha financiación quedaría como a continuación se detalla.

FIGURA 9. FINANCIACIÓN DE LA PRESTACIÓN - AFILIADOS CON PRESTACIÓN MÍNIMA

FINANCIACIÓN DE LA PRESTACIÓN. AFILIADOS CON PRESTACIÓN MÍNIMA	
<i>APORTACIÓN AFP</i>	20,71%
<i>APORTE EMPLEADOR</i>	17,24%
<i>APORTE TRABAJADOR</i>	7,39%
<i>FONDO SOLIDARIDAD SOCIAL</i>	54,66%

Fuente: Elaboración propia

47 Son "aportaciones" netas de las AFP después de considerar cualquier comisión.

En el caso de los afiliados que cobrarían una prestación mínima, ésta vendría financiada en más de un 50% por el Fondo de Solidaridad Social, que se financia por una aportación del empleador y por el rendimiento de los fondos gestionados por las AFP. Esto puede ser observado en la Figura 10.

FIGURA 10. FINANCIACIÓN DE LA PRESTACIÓN – AFILIADOS CON PRESTACIÓN MÍNIMA



Fuente: Elaboración propia

Puede observarse que estos afiliados sólo contribuyen con algo más del 7% en la financiación de su prestación de jubilación.

5. Identificando las debilidades y las mejoras en marcha del sistema de pensiones

Una vez analizada la situación actual, proyectando las pensiones y tasas de reemplazo con la data actual de los perfiles socioeconómicos de los cotizantes al sistema de pensiones, y en comparación con las estimaciones que subyacen en el diseño teórico del sistema, cabe preguntarse por qué las tasas de reemplazo previstas están por debajo de las tasas de reemplazo teóricas. Tras 20 años desde el inicio del sistema ha podido analizarse cuáles han sido las fallas de este, qué aspectos que estaban previstos en el diseño inicial de la Ley no se han cumplido en parte o en su totalidad y por qué motivos. El análisis y comprensión de los aspectos que no han sido satisfactorios debería ser el punto de partida para un proyecto de reforma de la Ley que asegure sostenibilidad y suficiencia de las pensiones de la población dominicana. Las fallas del sistema que afectan directamente a la suficiencia de las pensiones, y por extensión a las tasas de reemplazo, de los afiliados cotizantes se describen a continuación.

En primer lugar, es necesario mencionar que la elevada informalidad del mercado de trabajo provoca que muchos trabajadores transiten entre formalidad e informalidad a lo largo de su vida laboral, lo que imposibilita unas cotizaciones estables y suficientes que permitan pensiones dignas en la vejez.

En segundo lugar, cabe destacar que se han producido desvíos en las variables básicas del sistema. Han existido estos años bajas densidades de cotización debidas a la evasión, la elusión, y la informalidad. Adicionalmente el binomio aporte-rentabilidad se ha visto que no ha sido suficiente para alcanzar las tasas de

reemplazo previstas, y puede deberse a: desviaciones sobre tasas de aumento salarial previstas, y que pesan más en la tasa de reemplazo final que en el aporte periódico, el aumento en la esperanza de vida, que genera insuficiencia de los montos acumulados en el retiro ante un período de cobro mayor, una rentabilidad real volátil y no consistente.

Por último, cabría mencionar la no determinación del Bono de Reconocimiento, que es una deuda que tiene el Estado con los afiliados, que también es preocupante, y que a pesar de estar regulado en la Ley 87-01 su aplicación todavía no se ha llevado a cabo.

Las fallas del sistema detectadas podrían apuntar la dirección de una reforma integral de la ley, que ha asentado el sistema de pensiones en el país, pero que ajustando y corrigiendo los aspectos señalados reforzarían los avances realizados estos años.

El pasado año, la aprobación de la Ley 13-20 de 7 de febrero reformó la Ley 87-01 en ciertos aspectos:

1. La modificación del esquema de comisiones de las AFP, estableciendo una comisión sobre el saldo administrado de un máximo del 1.20% en 2020 y disminuyendo un 0.05% anualmente hasta situarse en el 0.75% en 2029.
2. El fortalecimiento de la capacidad de la Tesorería de la Seguridad Social. Una reciente consultoría del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), en el marco de la Cooperación Técnica de Apoyo a la Reforma del Sector Salud y la Seguridad Social (DR-T1098), sobre el sistema dominicano de

pensiones, y realizada por la Consultora Novaster, propuso el fortalecimiento de la Tesorería como medida principal para aumentar las pensiones en el país, y buena parte de las medidas propuestas han sido llevadas a la Ley recientemente publicada. Así, podría entenderse razonable un aumento de como mínimo 5 puntos porcentuales en las cotizaciones que se derivarían de la aplicación de dichas medidas.

3. El incremento de la aportación a la Cuenta de Capitalización Individual hasta el 8.4%.

Atendiendo a las recientes reformas aprobadas, y atendiendo a los perfiles socioeconómicos que muestra la data actual de la población cotizante afiliada a las diferentes AFPs, se han proyectado las pensiones, y las tasas de reemplazo que se obtendrían, con el propósito de analizar el impacto de estas medidas en la suficiencia de las pensiones. Los resultados obtenidos se muestran a continuación.

En primer lugar, se obtendría un aumento considerable de las pensiones de los afiliados, situándose la tasa de reemplazo promedio en el 37.8%, que vendría a demostrar la importancia de esta reforma en las tasas de reemplazo. La combinación de los siguientes factores, más densidad de aportación, a través de una mayor fiscalización de la Tesorería, dotada de más recursos, un aumento del porcentaje de aportación a la CCI y, por último, un aumento de la rentabilidad neta de los fondos administrados por las AFP, derivado de un descenso de comisiones, tienen un impacto importante. En la Figura 11 se incluye las tasas de reemplazo separadas por hombres y mujeres, y agrupadas por rangos de edad.

FIGURA 11. MEJORAS EN LAS PROYECCIONES DE TASAS DE REEMPLAZO BAJO NORMATIVAS RECIENTES

TASAS DE REEMPLAZO			
<i>EDAD</i>	<i>TASA REEMPLAZO HOMBRES</i>	<i>TASA REEMPLAZO MUJERES</i>	<i>EDAD JUBILACIÓN</i>
<20	59,4%	52,6%	60,0
20-24	57,9%	51,3%	60,0
25-29	45,4%	40,2%	60,0
30-34	45,0%	39,2%	63,0
35-39	44,1%	38,7%	62,0
40-44	44,9%	38,8%	64,8
45-49	37,5%	32,4%	65,0
50-55	27,4%	23,7%	65,0
>55	20,1%	17,4%	65,0
Promedio	40,1%	35,1%	62,6

Fuente: Elaboración propia

En segundo lugar, cabe destacar que la edad de jubilación, en promedio, se reduce en unos meses, ya que la reforma acercará a los cotizantes a las 360 cotizaciones, y su jubilación a partir de los 60 años, por los aumentos de densidad que implicará el fortalecimiento de la Tesorería. Como puede observarse en el cuadro anterior, sólo los más jóvenes se jubilarían a los 60 años. El promedio de edad de jubilación son los 62.6 años. Las personas que hoy tienen más de 45 años (vs. los 40 años que se estimaban antes de la reforma) ven progresivamente disminuir sus tasas de reemplazo y deberán hacer un esfuerzo contributivo mayor para poder pensionarse por vejez, y lo harán a los 65 años.

Por último, hay que mencionar que el retiro a los 65 años, si se produce con al menos 300 cotizaciones, otorga el derecho a una pensión mínima. Con la data actual, el 28% de los afiliados deberían esperar hasta los 65 años para jubilarse (vs. el 50% antes de la reforma), y el 18% del total de afiliados necesitaría del Fondo de Solidaridad Social (vs. el 27% antes de la reforma) para completar sus fondos y poder recibir la pensión mínima. Evidentemente, aquellos que reciban una pensión mínima aumentarán considerablemente su tasa de reemplazo⁴⁸. En concreto, si se ajustaran las pensiones calculadas en este informe a las pensiones mínimas, la tasa de reemplazo promedio aumentaría en 1.5%, hasta el 39.3%.

Adicionalmente, tal y como se ha venido indicando a lo largo de este capítulo, las pensiones y las tasas de reemplazo son muy sensibles a la rentabilidad de las inversiones y, por tanto, cabe preguntarse por la potenciación de las mejoras introducidas en la reciente Ley 13-20 si, por ejemplo, la rentabilidad nominal aumentara un punto porcentual. En este caso las tasas de reemplazo se elevarían en 7.2 puntos porcentuales, alcanzando en promedio el 45.0%. La edad promedio de jubilación se situaría en los 62.6 años.

6. Reflexiones finales: ¿cómo potenciar más el sistema?

Así pues, y analizando y resumiendo la evolución del sistema dominicano de pensiones, en su régimen contributivo, en estos 20 años podríamos concluir que, en primer lugar, el diseño

48 Las tasas de reemplazo mostradas no incluyen, en aquellos casos que aplique, el importe de la pensión mínima. Son tasas de reemplazo que miden el esfuerzo contributivo del afiliado.

del sistema se regía por unos principios reguladores consistentes y que tendía al pago de pensiones suficientes y acordes a los estándares de la región. En segundo lugar, la propia evolución de la población, de sus perfiles socioeconómicos, y de la extendida informalidad del mercado laboral, que es común en la región, ha hecho que la evolución de las cotizaciones de los afiliados fuera menor de la prevista, y, por tanto, las pensiones y las tasas de reemplazo estimadas estarían por debajo de lo previsto inicialmente. En tercer lugar, la reciente Ley 13-20, que implica una reforma paramétrica del sistema, ya apunta a una mejora sustancial de las pensiones de los futuros jubilados. Por último, cabe concluir que el sistema tiene fallas, fallas que deben corregirse para mejorar la eficiencia del sistema en el medio y largo plazo, y es en este sentido que debería proponerse una reforma de la Ley 87-01 y dotar de mayor robustez al sistema.

Las reformas del sistema de pensiones que incidirían directamente en aumento de las tasas de reemplazo podrían ser: aumento de la edad de jubilación, aumento de aportación realizada a la CCI y aumento de la densidad de cotización a través de políticas basadas en la economía del comportamiento (ver capítulo 4) que provoquen un aumento del esfuerzo contributivo. A continuación, se analizan el impacto de dichas medidas en las tasas de reemplazo estimadas.

Respecto a un aumento de la edad de jubilación, y en comparación con los resultados mostrados anteriormente tras la aplicación de la Ley 13-20, la aplicación de una reforma adicional para el aumento de la edad de jubilación en un año llevaría a los afiliados al sistema a unas tasas de reemplazo que aumentarían, en promedio en 0.8 puntos porcentuales, situándose en el 38.6%. No

obstante, y a pesar de que esta reforma propondría el aumento de la edad legal de jubilación en un año, la edad real de jubilación aumentaría en 0.5 años, situándose en 63.1 años (vs. 62.6). Es decir, la definición del sistema, más basada en la acumulación de la CCI para jubilarse, hace que las actuaciones sobre el aumento de la edad legal de jubilación no sean tan efectivas, y deban de ir acompañadas de otras medidas.

Respecto a un aumento adicional de la aportación, y en comparación con los resultados mostrados anteriormente tras la aplicación de la Ley 13-20, la aplicación de una reforma adicional para el aumento de la aportación en 0.5 puntos porcentuales llevaría a los afiliados al sistema a unas tasas de reemplazo que aumentarían, en promedio, en 1.0 puntos porcentuales, situándose en el 38.8%.

Respecto a un aumento adicional de la densidad de cotización, y en comparación con los resultados mostrados anteriormente tras la aplicación de la Ley 13-20, la aplicación de una reforma adicional para un aumento de la densidad de cotización en 0.5 porcentuales llevaría a los afiliados al sistema a unas tasas de reemplazo que aumentarían en promedio en 0.7 puntos porcentuales, situándose en el 38.5%.

A continuación, en la Figura 12, se presenta el impacto en las tasas de reemplazo reales cuando se combinan la variación de dos de las reformas analizadas.

FIGURA 12. POTENCIANDO EL SISTEMA: COMBINACIÓN DE PROPUESTAS Y MEJORAS EN LAS TASAS DE REEMPLAZO

COMBINACIÓN DE PROPUESTAS			
AUMENTO DE TASAS DE REEMPLAZO	EDAD DE JUBILACIÓN (+1 AÑO)	AUMENTO APORTACIÓN (+0,5%)	AUMENTO DENSIDAD COTIZACIÓN (+0,5%)
EDAD DE JUBILACIÓN (+1 AÑO)	0,80%	1,80%	1,60%
AUMENTO APORTACIÓN (+0,5%)	1,80%	1,00%	1,70%
AUMENTO DENSIDAD COTIZACIÓN (+0,5%)	1,60%	1,70%	0,70%

Fuente: Elaboración propia

8

CRECIMIENTO INCLUSIVO Y LA REFORMA DE PENSIONES EN LA REPÚBLICA DOMINICANA⁴⁹

Edgar Robles, David Tuesta y Diego Valero

1. Aspectos generales

Hace 20 años aproximadamente que la República Dominicana transitó hacia una reforma estructural de su sistema de pensiones⁵⁰. Esto significó cerrar nuevas entradas al antiguo régimen que funcionaba bajo la modalidad de reparto e instaurar un sistema de cuentas de capitalización individual. Es decir, un sistema en el que un número de Administradoras de Fondos de Pensiones

49 Este capítulo es una nueva versión del documento de trabajo “Impactos Económicos e Inclusivos de la Reforma Previsional en la República Dominicana de enero 2021. Agradecemos los comentarios recibidos en los seminarios realizados para el Banco Central de la República Dominicana el 10 de febrero de 2021 y para el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en su Red de Pensiones en América Latina y el Caribe (Red PLAC) el 11 de marzo de 2021.

50 Ley No. 87-01 que crea el Sistema Dominicano de Seguridad Social.

(AFP) establecen una relación directa con el afiliado, que ahorra obligatoriamente en cuentas individuales que los primeros gestionan en todas sus etapas hasta llegar a la edad de jubilación.

Los modelos de ahorro individual fueron incorporados como parte de las reformas pensionales de varios países en Latinoamérica en un contexto en el que los esquemas de reparto habían fracasado estrepitosamente tanto en la provisión de un aseguramiento seguro como en la gestión financiera responsable de sus cuentas. De hecho, en muchos países de la región, los sistemas de reparto se colocaron en el epicentro de la vulnerabilidad fiscal, escenarios de alta inflación y en consecuencia, se convirtieron en todo un lastre para el crecimiento económico de largo plazo⁵¹.

No obstante, los limitantes de los sistemas de reparto no es sólo un hecho que se reduce a Latinoamérica, sino que es reconocido de facto por parte de varios países en el mundo que vienen acelerando el balance de sus finanzas incrementando la edad de jubilación, elevando las tasas de aporte o reduciendo los beneficios; y en paralelo, han venido incorporando una presencia protagónica a los planes privados de pensiones (OECD, 2019). Y esta tendencia no es una moda, sino un reflejo de los retos y transformaciones globales que enfrenta el mundo, que agudiza cada vez más los modelos de tipo de ahorro de reparto y otros similares que tienen las características de beneficio definido. A principio del siglo XX, los esquemas de este tipo, considerados en aquel entonces toda una innovación social, fueron una solución

51 El inicio de las reformas estructurales, incorporando modelos de ahorro individual obligatorio, se inició en Chile en 1981. El avance de este modelo por toda la región está bastante bien registrado en World Bank (1994), Gill et al (2005) y Bosch et al (2013)

importante que pudo verse sostenido en un escenario de proceso acelerado hacia sociedades más urbanizadas y con una estructura demográfica bastante joven. Hoy, en cambio, con el avance acelerado de la tecnología acompañado del incremento de la esperanza de vida⁵² deja sin espacio a los esquemas de reparto para proveer pensiones en mercados laborales que van adquiriendo una dinámica hacia relaciones empleado-empleador que aún están en búsqueda de un marco institucional donde encajen plenamente.

En este contexto, los esquemas de pensiones de beneficio definido, o de reparto, entran en completa contradicción. Por ejemplo, ¿cómo creer que un sistema de reparto puede ser solidario, cuando los trabajadores informales que no pueden cotizar continuamente y no pueden cumplir con el número de años para acceder a una pensión en este esquema, dejen sus aportes en la bolsa común para el goce de los más ricos que se pueden mantenerse empleados formalmente? ¿cómo puede ser solidario un sistema de reparto cuando son las mujeres quienes más problemas tienen para mantenerse en el mercado laboral y terminarán perdiendo sus aportes en beneficio de los hombres? ¿cómo entender que se defienda la supuesta solidaridad de los esquemas de reparto cuando estos sólo redistribuyen “la bolsa” entre el reducido colectivo de trabajadores formales, dejando al resto sin acceder siquiera a sus aportes? Es más ¿cómo no darse cuenta de que un sistema de reparto genera naturalmente una inequidad en favor de los más ricos, dado que los que tienen menos recursos vivirán menos, mientras los que tienen mayores ingresos gozarán por más años de vida de esa bolsa común y derechos acumulados por ley? Todas estas contradicciones van dejando al sistema de repar-

52 Al respecto puede revisarse Scott y Gratton (2020) y Frey (2019)

to como un esquema caduco ante las grandes transformaciones en el mundo y en la realidad de las economías informales⁵³.

En cambio, una de las principales bondades de los esquemas de ahorro individual era la de establecer una relación más transparente y directa entre aportes con pensión, y eventualmente generar un sistema completamente financiado, y como mencionaremos, reduciendo los riesgos de déficit fiscales insostenibles de los sistemas de reparto durante los ochenta y noventa, así como de las inequidades que traen los sistemas de reparto mencionados arriba. Ello, sin duda, ayuda a generar un vínculo directo y mayor incentivo de los ciudadanos a ahorrar para el período de retiro al reforzar la relevancia de los derechos de propiedad, como eje clave del crecimiento económico⁵⁴.

Es cierto sin embargo que el rol de seguridad social no es una labor exclusiva de un sistema privado de pensiones. El carácter obligatorio del mismo recae en las direcciones que el Estado ha dado para que sean así, dentro de su rol tuitivo en búsqueda del bienestar del ciudadano, y en el caso pensionario, con el objetivo de mitigar los riesgos de pérdida abrupta de ingresos en la etapa de retiro. Esto es sumamente importante, porque el objetivo de obtener las mejores pensiones no recae sólo en la gestión de las AFP, sino en las condiciones de base que brinda el Estado para que el sistema funcione.

En efecto, a nivel del afiliado, las AFP brinda un valor agregado central a la generación de pensiones, que consiste en la ob-

53 Una discusión interesante sobre estas tendencias puede verse en FIAP (2020)

54 Ver North (1989) y Acemoglu (2005).

tención de las máximas rentabilidades de los ahorros acumulados gracias a su rol de experto. De acuerdo con la teoría financiera, las rentabilidades que genera el ahorro privado en el sistema de pensiones pueden representar aproximadamente 2/3 del total del fondo que se logre acumular durante la etapa activa⁵⁵. Pero esto es sólo un elemento para la construcción objetivo de pensión, dado que también se requiere que el afiliado cuente con una carrera laboral que le permita ahorrar un porcentaje de sus ingresos; y esto último necesita de un mercado laboral que funcione adecuadamente y el rol de Estado aquí es fundamental.

En el caso de la República Dominicana, si bien observamos que el Estado todavía tiene un reto pendiente en la construcción de un mercado laboral que permita que los trabajadores participen activamente, las AFP sí que han cumplido plenamente con su rol de brindar las mayores rentabilidades. La rentabilidad histórica que registra el sistema supera el 5% anual en términos reales⁵⁶. Este elemento es clave, y es un valor agregado que un sistema de reparto, por su propia construcción, no puede igualar; ni tampoco ningún instrumento financiero que gestione adecuadamente los riesgos y el perfil de inversión de largo plazo. Sin embargo, se debe ser consciente que este factor será insuficiente para proveer buenas pensiones a todos los dominicanos si el Estado no contribuye a realizar las reformas necesarias que permitan que el mercado laboral funcione mejor. Además de las mejoras que requiere el funcionamiento del mercado laboral, también se debe ser consciente de aspectos paramétricos que deben tener un mayor debate como, por ejemplo, si las tasas de aporte actuales

55 Ver Bernal et al (2008), Alonso et al (2014) y Alonso et al (2015)

56 FIAP (2020)

son suficientes o si es necesario superar el rezago que puede tener la actual edad de retiro respecto a la esperanza de vida creciente que ha venido experimentando el país. Ambos elementos son clave, pues de no hacerse nada al respecto, los ahorros que se acumulen tendrán que financiar un mayor período de inactividad.

Además del alto valor agregado que el sistema de ahorro individual ha brindado en la construcción de las pensiones en la República Dominicana, este ha tenido un rol protagónico sobre toda la economía. De esto último se suele hablar poco, no obstante, desde el inicio de sus actividades en 2003, el sistema ha contribuido a generar un mayor crecimiento y bienestar económico al país a través de diversos canales de transmisión⁵⁷. Por ejemplo, la presencia del ahorro privado selló una de las fuentes de mayores déficits fiscales y endeudamiento, y gracias a ello se ha ido disminuyendo el riesgo país y las tasas de interés a las cuales se financian familias y empresas en el ámbito doméstico, lo que da origen a mayor inversión y crecimiento. Pero también el mayor ahorro privado ha permitido sin duda un mayor desarrollo de los mercados financieros y del financiamiento para la inversión, aportando decididamente a disminuir los costes de financiarse y de esta forma apoyar el crecimiento de empresas de todos los tamaños.

Lo anterior, con seguridad, ha dado espacio a que se despliegue mayor empleo evitando que la informalidad y los actuales niveles de desempleo no sean mayores. Finalmente, no se puede dejar de mencionar los efectos sobre la disminución de la pobreza. En efecto, existe un amplio consenso en la literatura económica

57 Corbo-Shmidt Hebbel (2003)

que el crecimiento económico sostenido puede tener un impacto enorme en la disminución de los indicadores de pobreza⁵⁸. Por tanto, es de esperar que la contribución que ha tenido la instauración del sistema privado de pensiones en el crecimiento económico en el país se haya trasladado también en mejoras en las condiciones de vida de los dominicanos.

Los impactos que el sistema privado de pensiones tiene sobre el crecimiento han sido constatados en algunos estudios realizados para diferentes países latinoamericanos⁵⁹, no obstante, no existe ninguno que haya explorado estos efectos en toda su extensión para la República Dominicana. Más aún, ninguno de los estudios realizados ha indagado el efecto inclusivo que puede tener el ahorro privado sobre indicadores sociales, como la disminución de la pobreza y la reducción de la desigualdad. En ese sentido, el presente estudio tiene como objetivo cerrar esta brecha de conocimiento en República Dominicana, con el fin de cuantificar los efectos que el sistema privado de pensiones ha traído sobre el bienestar económico amplio en el país. Para ello en el trabajo, mediante el uso de diversas técnicas econométricas, valorará su importancia estratégica y contribución para el sostén de la economía.

En efecto, el análisis de este capítulo pretende constituirse en una pieza fundamental para la toma de decisiones de los hacedores de política, teniendo en cuenta que la economía dominicana quedará muy golpeada luego de que se logre superar la

58 Ravallion (2004) encuentra que niveles de crecimiento sostenible tiene fuertes disminuciones en las tasas de pobreza dependiendo del punto de partida de este indicador y el del índice de desigualdad. Similares resultados se encuentran en los trabajos de Ravallion y Chen (1997) y Adams (2002).

59 Corbo-Shmidt Hebbel (2003), Apoyo (2010) y Sura Asset Management (2013)

pandemia del Covid19, y que el país necesitará contar con sólidas bases creíbles para sostener el crecimiento potencial. Y debe quedar claro que sin cimentar el crecimiento potencial del país a futuro será complejo continuar avanzando en la senda de transición ascendente en los ingresos económicos del país, de la población en su conjunto, y sobre todo de aquellos más vulnerables que se han beneficiado de las décadas de expansión sostenida de crecimiento económico, donde los indicadores de pobreza han caído nítidamente. Y en todo ello, el sistema privado de pensiones instaurado en el 2001 ha cumplido un rol fundamental que ha traído beneficios concretos para toda la población, más allá de haber generado un incremento importante a los aportes de los afiliados.

Con el fin de abordar todo lo mencionado, el capítulo se organiza de la siguiente manera. Luego de esta primera parte, en la siguiente se discuten los objetivos centrales de los sistemas previsionales y la relevancia que tiene el crecimiento inclusivo como elemento clave de soporte a los beneficios amplios que un esquema de retiro busca brindar. Basado en todo lo anterior, en la tercera sección pasamos a desarrollar los aspectos conceptuales detrás del impacto que tienen los sistemas de pensiones sobre la economía y a cuantificarlos. En la última sección presentamos las principales conclusiones del estudio y recomendaciones de política.

2. Objetivo de los sistemas privados de pensiones y el crecimiento inclusivo

Las personas enfrentan riesgos claves a lo largo de su vida con potenciales repercusiones en su bienestar. Caer en enfermedad, perder el empleo, fallecer y quedar fuera del mercado labo-

ral por razones de edad pueden desestabilizar los ingresos que las personas obtienen a través del trabajo, llevando a que estos y sus familias pudieran caer en situación de pobreza. Teóricamente estos riesgos podrían ser enfrentados mediante la adquisición individual de un producto de aseguramiento ofrecido por el mercado financiero. Sin embargo, el hecho de que la oferta de estos productos pueda ser muy cara -o no estar disponible para segmentos de la población vulnerables-, o no existir una demanda por parte de aquellos que minimicen la ocurrencia de estos potenciales siniestros, terminan configurando la presencia de una falla de mercado que puede ser muy costosa para la sociedad⁶⁰.

La evolución hacia sociedades modernas ha colocado al Estado como el responsable de enfrentar estos riesgos a través de esquemas de aseguramiento, lo que es conocido como seguridad social. Uno de los pilares de esta red de protección son los sistemas de pensiones, que introducen mecanismos de ahorro obligatorios que buscan involucrar a toda la sociedad. La característica de obligatoriedad de los esquemas de aseguramiento social es fundamental para enfrentar las fallas de mercado, debido a que las personas tienden a otorgarle una tasa de descuento mayor al presente y a minimizar la necesidad de contar con aseguramiento en el futuro.

En principio, la intervención del Estado busca que los sistemas de pensiones cumplan al menos con cinco objetivos clave. El primero es que sea participativo, lo que significa que un porcentaje amplio de los ciudadanos se encuentran cotizando duran-

60 Para el análisis conceptual sobre los principios claves de un sistema de pensiones y los objetivos que debería percibir se puede consultar Barr y Diamond (2010) y, Modigliani y Muralidhar (2004) y Jäkel (2006)

te toda su carrera laboral, de forma tal que construya la pensión que recibirá al retiro.

El segundo objetivo de los sistemas de pensiones es el de suficiencia, es decir, que el flujo de ingresos que provea el sistema al momento de la jubilación, aunque siendo menor que los salarios recibidos durante el período activo alcancen para cubrir las necesidades mínimas en la nueva etapa. Cabe añadir que el concepto de suficiencia reviste subjetividades, por lo que el sistema debiera dar guías respecto a la pensión que se puede adquirir con los aportes realizados a fin de incentivar un mayor ahorro voluntario en caso de que las personas deseen obtener mayores fuentes de financiamiento al jubilarse.

Entendiendo a la seguridad social como un mecanismo que busca solucionar fallas de mercado, esta también debiera cumplir un rol estabilizador entre los diferentes segmentos de la población, intentando reducir las brechas que se pueden generar entre segmentos que no tienen problemas de ahorrar para el retiro, respecto a otros que enfrentan problemas de pobreza o de acceso a los mercados laborales. Por tanto, un sistema de pensiones debe tener como tercer objetivo la solidaridad o rol redistributivo.

En cuarto lugar, poner en marcha un sistema de pensiones, del tipo que fuera, implica desarrollar una serie de funciones administrativas que requiere recursos humanos, financieros, tecnológicos, operativos e institucionales. Ello implica incurrir en costes, que deberían ser gestionados de manera eficiente y transparente que eviten sobrecostes innecesarios sobre la sociedad. En ese sentido, los costes implícitos o explícitos deben ser mínimos.

Finalmente, uno de los objetivos centrales, sobre el cual el presente estudio quiere hacer énfasis, es que el sistema de pensiones debe consolidar y promover la sostenibilidad y viabilidad económica y financiera de un país. Este objetivo se constituye en la piedra angular de todos los otros objetivos mencionados anteriormente porque de no preservarse la sostenibilidad, será difícil contar con un sistema de pensiones que funcione bien. Cuando se habla del objetivo de sostenibilidad económica financiera, este no se basa únicamente en el equilibrio contable de los mismos, que de por sí es un objetivo importante para evitar impactos que al final tendría que pagar el país en su conjunto para financiar déficits fiscales como sucedía con los anteriores sistemas de reparto.

En efecto, la viabilidad y sostenibilidad económica-financiera también se basa en la dinámica que genere el sistema sobre el total de la economía a partir de su capacidad de hacer crecer el ahorro privado a través de los mercados financieros, y de lo que significa ello en términos de su interacción con otros factores claves para el crecimiento económico y mejora del bienestar de la población, como por ejemplo incidiendo en la disminución de la pobreza de los países a través de los diferentes canales de transmisión que revisaremos en capítulos más adelante.

El objetivo de crecimiento inclusivo sostenible que trae un sistema de pensiones desde una perspectiva dinámica es sumamente importante considerando los retos globales que le toca enfrentar a los mercados laborales en el mundo como consecuencia de la mayor esperanza de vida y los cambios tecnológicos. En efecto, si bien para enfrentar estos retos los sistemas de pensiones requerirán ir realizando transformaciones para enfrentarlos adecuadamente, será vital contar con un sistema que sea capaz

de incorporarle un efecto multiplicador importante a los ahorros acumulados por los afiliados, y la interacción con el sistema financiero. Y como se verá, esto no solo se dará por las mayores rentabilidades obtenidas, sino sobre todo por los efectos multiplicadores positivos que genera el sistema privado de pensiones sobre el crecimiento y la disminución de la pobreza.

Asimismo, siguiendo la literatura económica, la Ley 87-01 que introdujo el sistema privado de pensiones también ha tenido un impacto sobre variables de carácter social tales como la disminución de la pobreza y la desigualdad, es decir, lo que se ha venido denominado en los últimos años como crecimiento inclusivo⁶¹. De hecho, como parte de las políticas económicas recomendadas por varios organismos internacionales, el crecimiento inclusivo será un elemento clave que los gobiernos deben incorporar para la salida de la actual crisis pandémica⁶². En este sentido, el fortalecimiento del sistema de ahorro individual como pilar central de la seguridad social dominicana deberá ser una medida de política que el próximo gobierno debería impulsar.

Existe una bibliografía amplia que demuestra como el desarrollo de los sistemas financieros, en este caso propiciado por la presencia del sistema privado de pensiones, contribuye a las mejoras de los indicadores económicos y sociales. En la siguiente sección se pasará a desarrollar.

61 Anand et al (2013) brinda una explicación clara de lo que significa crecer macroeconómicamente y la interacción que esta debe tener con la mejora de los indicadores sociales.

62 En varias oportunidades la Economista Jefe del Fondo Monetario Internacional ha subrayado la importancia de preservar los factores necesarios para retomar la recuperación económica luego de la pandemia, donde el crecimiento inclusivo será central (Gopinath, 2020)

3. Marco teórico e impacto del sistema de pensiones en el crecimiento inclusivo en República Dominicana

El principal mecanismo de vinculación de los sistemas de pensiones sobre las economías es a través de sus efectos sobre la tasa de ahorro del país. Empíricamente está demostrado que los países que crecen más poseen mayores tasas de ahorro. El mayor nivel de ahorro le permite a un país invertir más, tanto en proyectos públicos como en proyectos privados, lo cual a su vez extiende los efectos sobre el crecimiento a través de incrementos en la productividad de la economía.

Para dimensionar la forma en la que un sistema de pensiones afecta la tasa de ahorro de un país es necesario analizar, primero, qué porcentaje de la población cotiza para ese sistema de pensiones. Ello depende de la forma en la que los cotizantes se comportan frente al sistema de pensiones, pues si ellos ven la cotización como un impuesto, ello desincentiva la participación en el sistema y eleva la tasa de informalidad laboral.

En segundo lugar, la forma en la que se estructura el financiamiento de los sistemas de pensiones afecta a la tasa de ahorro. Por ejemplo, los sistemas puros de reparto, lejos de mejorar la tasa de ahorro del país, provocan una disminución, pues los faltantes que surjan entre cotizaciones y pagos de beneficios deben ser cubiertos con gasto público, lo cual afecta al déficit fiscal, o sea, un ahorro público negativo, o la recolección de impuestos, lo cual genera una disminución del ahorro privado. En general, la participación en un sistema de pensiones depende de la credibili-

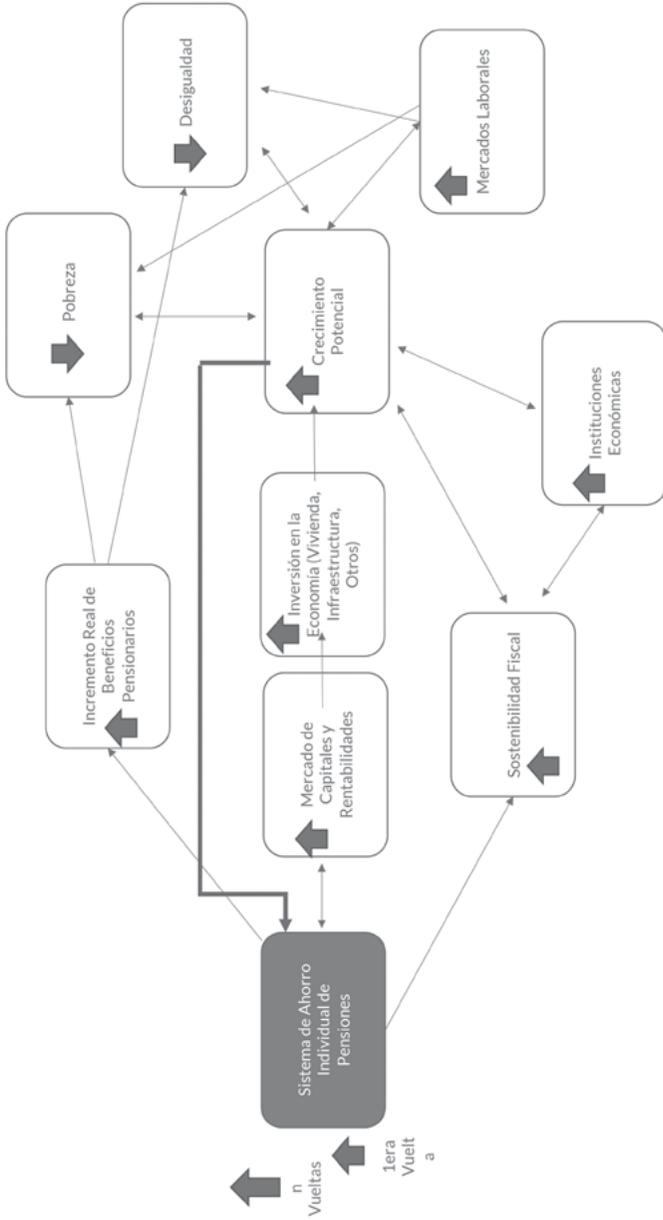
dad por parte de los ciudadanos de que el sistema va a proveer beneficios que sean suficientes y sostenibles en el tiempo. En tercer lugar, es importante analizar cómo reaccionan los cotizantes al ahorro obligatorio, pues el ahorro forzado puede disminuir otras fuentes de ahorro no obligatorio.

Así, para entender los efectos del sistema de pensiones dominicano sobre la economía, hay que analizar el antes y después de la Ley 87-01 y entender los efectos producidos sobre la economía en su conjunto a partir del incremento del ahorro privado bajo este nuevo esquema para el retiro.

3.1. Sistema de pensiones y mecanismos de transmisión de su impacto económico

Los fondos de pensiones de capitalización individual se basan en la capitalización de los aportes para financiar las pensiones al final de la vida laboral. Los ahorros generados por la capitalización de los fondos de pensiones tienen efectos positivos sobre la economía y sobre diversos sectores de ella. La Figura 1 describe los principales canales de transmisión como el sistema de pensiones impacto a diferentes ámbitos socioeconómicos.

FIGURA 1. CANALES DE TRANSMISIÓN DEL SISTEMA DE PENSIONES PRIVADOS Y LA ECONOMÍA



Fuente: Elaboración propia basado en Arellano et al (2016))

En efecto, se puede apreciar las diferentes vías de cómo finalmente afecta al crecimiento económico, que es el elemento clave en todo el mecanismo. En general, observamos que el mayor ahorro obligatorio en pensiones tiene una vía de comunicación a través de la sostenibilidad fiscal, que en principio genera un círculo virtuoso entre menores déficits, menor financiamiento, menor riesgo país y el impacto sobre el coste de financiamiento. Otra vía de entrada es a través del desarrollo del mercado de capitales, dado que se incorporan expertos en la gestión de activos que se convierte en un *pull factor* para el desarrollo de instrumentos financieros *ad hoc* para el sector público y privado, el mismo que gracias a los efectos de encadenamiento con el resto de los sectores de la economía impacta a un mayor crecimiento de la economía no sólo a través de una mayor dinámica de la cadena de pagos, sino también al importante rol que tiene sobre la inversión privada⁶³. De la misma manera, el mercado de capitales termina generando una mayor masa de recursos para atender a menores costes. Evidentemente también se genera un círculo virtuoso positivo en la contribución al desarrollo institucional sobre el crecimiento económico.

Otra vía relevante que se observa en el diagrama de arriba es su impacto sobre indicadores sociales. Así, el crecimiento económico tiene una relación directa en la reducción de pobreza y desigualdad al través de los mayores ingresos que perciben los sectores más vulnerables, sobre todo cuando el crecimiento es sostenido⁶⁴. De la misma manera, la presencia del sistema de mecanismo de ahorro individual tiene una contribución directa

63 Arellano et al (2016) y Tuesta (2015)

64 Ravallion (2004), Ravallion y Chen (1997) y Adams (2002).

a través del aseguramiento para el retiro que se constituye en la base de la optimización de la relación consumo-ahorro intertemporales⁶⁵. Todo esto nos hace notar que el sistema de ahorro individual para pensiones tiene un rol estratégico para la viabilidad de la economía dominicana y el crecimiento inclusive sostenible. Un hacedor de política que no ve esto, sufriría de un problema de “visión de túnel” que se debe evitar a toda costa. Pasemos a ver a continuación con mayor detalle todas estas vías de impacto

EFFECTO SOBRE EL CRECIMIENTO

El efecto más inmediato es sobre el crecimiento económico. Múltiple evidencia empírica muestra que existe una correlación positiva entre la tasa de ahorro de un país y el su nivel de inversión, lo cual es un impulsor del crecimiento económico. En la medida en que ese mayor nivel de ahorro se canaliza a través del mercado de valores, el resultado es un mayor desarrollo del sector financiero.

Que el mayor ahorro de los fondos de pensiones conduzca a mayores tasas de inversión en un país es toda una paradoja, pues cuando el capital es móvil, como ocurre en la mayoría de los países, incluyendo la República Dominicana, el ahorro debería tender a localizarse en aquellos países que ofrecen proyectos de inversión más rentables para un nivel de riesgo homogéneo. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que esto no ocurre con frecuencia y el ahorro tiende a quedarse en el lugar donde se generó. Este fenómeno es conocido como la Paradoja Feldstein – Ho-

65 Ando y Modigliani (1963) y Zweifel y Eisen (2012)

rioka⁶⁶ y explica por qué la mayor tasa de ahorro genera un mayor nivel de inversión en los países o en una región dentro de un país.

Sin embargo, el incremento en el ahorro generado en los fondos de pensiones no implica necesariamente que la tasa nacional de ahorro vaya a incrementarse. La razón radica en que ese ahorro es forzoso y los agentes económicos podrían estar disminuyendo el ahorro voluntario en otros instrumentos de ahorro. Uno de los propósitos del presente trabajo es precisamente estimar mediante análisis estadístico el efecto del mayor nivel de ahorro de los fondos de pensiones sobre el incremento en la inversión del país, o sea, probar la hipótesis de Feldstein – Horioka. Debe considerarse, en adición, que la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones prohíbe la inversión en mercados internacionales, lo cual es indicativo de un mayor nivel de autarquía asociado con la generación de esta nueva fuente de ahorro, o sea, que se aumentaría la vinculación entre ahorro e inversión local.

EFFECTO SOBRE EL CRECIMIENTO Y SOSTENIBILIDAD FISCAL

Dentro de la prueba de la relación entre ahorro e inversión deberían incluirse los efectos positivos generados sobre las finanzas públicas del nuevo sistema de pensiones, que disminuyó la presión para que el Estado continuara financiando montos crecientes de beneficios a lo largo del tiempo. De hecho, varios estudios desarrollados durante los ochenta que analizaron los procesos de consolidación fiscal en varios países encontraron la importancia de la reducción de las vulnerabilidades fiscales sobre el crecimiento sostenible, especialmente cuando los ajustes se

66 Feldstein y Horioka (1980)

concentran en la optimización del gasto, como fue la transformación del sistema de pensiones de reparto en República Dominicana, y ser reemplazado por los esquemas de pensiones públicas⁶⁷. Otros estudios encuentran que en los países de bajos ingresos los ajustes fiscales son muy positivos para el crecimiento, aunque subraya que los efectos son no lineales⁶⁸.

Una característica que observar por parte del sistema dominicano es que el gobierno nunca emitió los bonos de reconocimiento para los trabajadores que procedían del extinto IDSS. Con ello, el costo de la transición hacia el nuevo sistema fue prácticamente nulo en lo que respecta a este grupo de trabajadores. Sin embargo, por otro, el traspaso de los trabajadores al nuevo sistema, así como la afiliación de todos los trabajadores nuevos, dejaron sin aportes al sistema de reparto del IDSS, con lo que el gobierno tuvo que hacerse cargo de la diferencia entre las pensiones otorgadas por el IDSS y un flujo decreciente de contribuciones.

EFFECTO SOBRE EL NIVEL DE FORMALIDAD DEL TRABAJO

Cuando un sistema de pensiones cambia de basarse en el reparto a capitalización individual, los agentes económicos podrían interpretar que las contribuciones a un fondo de pensiones ya no son un impuesto al trabajo, sino un ahorro para la jubilación. Esta hipótesis tiene una implicación sobre el mercado laboral pues, de ser correcta, debería aumentar la formalidad del trabajo al generarse los incentivos que refuerzan los derechos de

67 Alesina y Peroti (1995)

68 Gupta (2002)

propiedad⁶⁹. Adicionalmente, la vinculación entre la pensión del IDSS y la cotización al sistema era muy débil, pues como se indicó el sistema se dedicaba prácticamente a pagar pensiones mínimas, que no se actualizaban con la inflación y que eran independientes de la cantidad de tiempo cotizado. Estos elementos crean incentivos para ser informal, al menos durante una parte importante de la vida laboral.

Desde el punto de vista teórico y empírico, una mayor proporción de empleos formales tiene efectos positivos sobre la productividad media del trabajador y, así, sobre el salario medio pagado en la economía. Por lo tanto, la introducción de la reforma de pensiones debería mostrar tasas crecientes de formalidad, mayores niveles salariales y mejoras en la productividad del trabajo. Adicionalmente, las tasas de aporte al sistema disminuyen los costes laborales dado que bajo el esquema de reparto en el IDSS el porcentaje de aporte basado en el salario representaba el 12.5%, con un aporte del empleador del 7.5% y el empleado aportando el 2.5%. Cuando se pasó al esquema de ahorro individual el aporte al sistema por todo concepto pasó a ser menor, con un 9.97%, distribuido en 7.10% a cargo del empleador y 2.87% por parte del empleado. Habiendo recibido el empleador con la reforma una ligera disminución en su aporte total, y aunque el del trabajador incrementa un poco su porcentaje de ahorro (pero es para su ahorro privado), se esperaría que también abonara a una mejora en la productividad y por tanto a impactar positivamente sobre el mercado laboral⁷⁰.

69 Acemoglu et al (2005), North (1989)

70 Loayza (2016)

Por otro lado, los sistemas de pensiones basados en la capitalización individual, al vincular de forma total la pensión con las contribuciones, crean el incentivo para que un grupo de los trabajadores posponga la decisión de pensionarse. Por el contrario, bajo los sistemas de reparto, no generan incentivos para la postergación del retiro, pues dadas las características del esquema del IDSS, la mayoría de los trabajadores elegibles reciben la misma pensión mínima, con independencia de la edad de retiro.

Ambos elementos, la mayor productividad laboral y el incremento en la edad de pensión, tienen efectos potenciales sobre el crecimiento económico. Entre los objetivos del presente trabajo está estimar si la reforma de pensiones con la Ley 87-01 provocó cambios en el mercado laboral favorables con una mayor tasa de crecimiento económico.

EFFECTO SOBRE EL DESARROLLO DEL MERCADO FINANCIERO

Un estudio del Banco Mundial⁷¹ realizado entre 21 países de la OECD y 5 países en desarrollo muestra que el crecimiento del mercado financiero está determinado por el crecimiento del mercado de pensiones, medido por la capitalización del mercado y el valor transado como porcentaje del Producto Interno Bruto. Una de las conclusiones de este estudio es que los fondos de pensiones proveen liquidez y profundidad al mercado financiero. La mayor liquidez promueve a su vez una mayor capitalización del mercado financiero⁷².

71 Catalán, Impávido y Musalem (2000)

72 Herrera y Tuesta (2014) proyecta las tasas de rentabilidad y efecto sobre la capitalización de los fondos para Chile, Perú y México, encontrando efectos sostenibles sobre el tiempo sobre los mercados financieros.

Como bien se sabe, los ahorros de los fondos de pensiones tienen dos características muy notables. En primer lugar, son ahorros de muy largo plazo. En segundo lugar, dada la estructura de edades de la población dominicana y la existencia de un bono demográfico (o sea, la población trabajadora crece más rápido que la población menor de 15 años y mayor de 65 años), los fondos de pensiones mostrarán una tendencia creciente que no se revertirá en las siguientes décadas.

Por lo tanto, los ahorros de los fondos de pensiones permiten el desarrollo de productos financieros de largo plazo para financiar proyectos igualmente de largo plazo, como la infraestructura, la vivienda y la educación, entre otros. De otra forma, sería muy difícil financiar estos proyectos con el ahorro tradicional, pues los bancos y emisores financieros se ven expuestos a riesgos de liquidez importantes, ya que los ahorrantes individuales, en lugar de los institucionales, tienden a programar su ahorro en el corto y mediano plazo.⁷³

Otro aspecto importante es que los fondos de pensiones de capitalización individual acumulan excedentes de ahorro todos los meses en la República Dominicana. Ello los obliga a acudir a los mercados financieros con una alta frecuencia y les permite a participantes del sector financiero, como el gobierno dominicano, emitir deuda a diversos plazos, lo cual permite a su vez construir una curva de rendimientos. Esta curva es un insumo fundamental para el análisis de riesgos de los inversionistas institucionales y sirve, a la vez, como referencia para el desarrollo de emisores privados, tanto de deuda como de acciones.

73 Ver Arellano et al (2016) y Tuesta (2015)

Así, los fondos de pensiones de capitalización individual rápidamente se constituyen en los inversionistas institucionales más importantes del mercado. Esto los lleva a competir con otras instituciones financieras como bancos comerciales y bancos de inversión. En algunos países se ha observado que esta competencia mejora la eficiencia del mercado primario de emisiones y de préstamos, lo cual ha conducido a una reducción en los márgenes de intermediación (diferencia entre tasas de préstamos y de ahorros) y de los costos asociados al acceso al mercado de capitales. Esta competencia también ha inducido al mercado a una mayor innovación financiera, mejorar la regulación financiera y el gobierno corporativo de los intermediarios financieros, así como la transparencia del mercado.

Entre los principales efectos que tienen los ahorros de pensiones de sistemas de capitalización individual sobre el sector financiero se pueden citar:

- Aumento en el volumen y variedad de los activos financieros: el principio elemental es que una mayor demanda de instrumentos de ahorro produce un incremento en la oferta de títulos valores, primeramente, de deuda, y posteriormente de renta variable. La cantidad de emisores también aumenta, así como la calidad de los títulos valores, pues los fondos de pensiones deben invertir de acuerdo con una normativa prudencial muy estricta. El resultado de ello es una mejor diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones y una mejora en la relación riesgo – rendimiento.

- Mayor transparencia del mercado financiero: se ha observado que mercados financieros más desarrollados mejoran la cantidad y calidad de la información que está disponible para los inversionistas. La mayor transparencia del mercado es el resultado de requerimientos y condiciones de información más estrictos por parte de los fondos de pensiones y del interés de los emisores de valores por participar en este segmento.

- Mejor regulación financiera: los fondos de pensiones de capitalización individual han promovido la creación o el reforzamiento de autoridades reguladoras del mercado de pensiones y de valores. Esto no ha sido tan común en América Latina en el caso de los fondos de pensiones públicos de reparto, donde la norma es que no son regulados por entidades especializadas en pensiones. Estos entes reguladores tienden a adoptar las mejores prácticas internacionales de supervisión. Además, la mayor “bursatilidad” que se observa en los países conforme se acumulan los ahorros de los fondos de pensiones, llevan a los organismos reguladores a innovar las normas para facilitar y abaratar la inscripción de emisores y emisiones, así como hacer más eficientes los mecanismos para el intercambio de instrumentos financieros.

- Mejora en la educación financiera: es frecuente que los organismos reguladores innoven la regulación de la mano de la educación financiera de los ciudadanos. Esto conduce a una mayor confianza del ciudadano en el sector financiero, favorece un mayor nivel de ahorro voluntario y aumenta la participación individual en el sector financiero.

- Mejores prácticas de gobierno corporativo: el incremento en los ahorros de los fondos de pensiones de capitalización individual tiene un triple efecto sobre el mejoramiento de las prácticas de gobierno corporativo, pues no solamente los administradores de los fondos de pensiones ven mejorado su gobierno corporativo, sino también las instituciones emisoras en las que invierten dichos fondos y las entidades reguladoras.

Las líneas anteriores conducen a la conclusión de que los sistemas de pensiones de capitalización individual producen una mayor profundización del mercado financiero. La innovación financiera y la mayor bancarización de la población tienen un efecto positivo sobre el crecimiento económico. Por lo tanto, para medir el impacto que el sistema dominicano de pensiones de cuentas individuales tiene sobre el crecimiento económico es necesario estimar la forma en que el sector financiero se ha profundizado en el país en las últimas dos décadas.

EFFECTOS SOBRE INDICADORES SOCIALES

Las relaciones entre crecimiento del ahorro, impactos sobre el crecimiento económico y sobre la mejora en los indicadores de bienestar y pobreza han venido siendo consistentemente recogidos por la literatura. El bajo nivel de ahorro en los países emergentes, y que particularmente en Latinoamérica es bastante reducido. Se encuentra en general que la falta de acceso a los servicios financieros puede llevar a la trampa de la pobreza y a una mayor desigualdad⁷⁴. Además, está el efecto que puede tener el

74 Banerjee y Newman (1993), Galor y Zeira (1993), Aghion y Bolton (1997), Beck, Demiguc-Kunt y Levine (2007).

ahorro privado (como el ahorro del sistema de pensiones) sobre el crecimiento económico donde, por ejemplo, se encuentra que niveles de crecimiento sostenible de la actividad económica genera fuertes disminuciones en las tasas de pobreza dependiendo del punto de partida de este indicador y el del índice de desigualdad⁷⁵. Así, si el ahorro privado de pensiones impacta positivamente al crecimiento, y este sobre la disminución en pobreza, una parte de esta mejora se explicaría por el funcionamiento del sistema de ahorro individual para la jubilación.

Y el mecanismo que tiene el ahorro privado de pensiones sobre la pobreza a través de su impacto en el crecimiento económico. De acuerdo con Rodrik (2007), históricamente nada ha impactado mejor que el crecimiento económico en hacer que las sociedades mejoren su calidad de vida, incluyendo de aquellos más vulnerables. Los estudios que comparan la experiencia de un amplio rango de economías emergentes encuentran consistentemente fuerte evidencia que un rápido y sostenible crecimiento es la única y más importante vía de reducir la pobreza. Un estimado típico de estos estudios es que un incremento de 10% en el crecimiento promedio de un país reduce la tasa pobreza entre un 20-30%⁷⁶.

Asimismo, la provisión de acceso amplio a instrumentos financieros aumenta el ahorro⁷⁷, el consumo⁷⁸ y el empoderamiento de la mujer⁷⁹. Por tanto, entendiéndose también los efectos multi-

75 Ravallion (2004)

76 Se puede ver el trabajo de Adams (2002) y Ravallion y Chen (1997)

77 Aportela (1999), Ashraf et al (2010-a), Dupas y Robison (2009)

78 Dupas y Robison (2009), Ashraf et al (2010-b)

79 Ashraf et al (2010-b)

canales y multiplicadores que puede tener el ahorro a través del crecimiento económico, uno puede esperar reducciones sustanciales sobre crecimiento y desigualdad, bajo determinadas condiciones. Los fondos de pensiones en República Dominicana durante las últimas décadas han tenido un crecimiento sostenible y sin duda deben haber aportado de manera consistente a que menos dominicanos se encuentren hoy en condiciones de pobreza.

Es claro que el sistema de pensiones no fue la única reforma que implementó el país en la última década y media. Por ello, el objetivo del presente estudio es estimar qué parte del crecimiento de la productividad se puede atribuir al ahorro generado por la reforma pensional y cómo ello ha impactado el crecimiento económico.

3.2 Crecimiento y productividad total de los factores en la República Dominicana

Antes de analizar los efectos del sistema de pensiones sobre el crecimiento inclusivo, pasaremos a hacer los cálculos del crecimiento y los factores que le dan soporte. El crecimiento económico está explicado por tres fuentes: un incremento en la cantidad y calidad de capital, un incremento en la cantidad y calidad de la mano de obra y un incremento en la productividad total de los factores (PTF), o sea, el aumento en la producción que no puede ser explicado por un aumento en las cantidades y calidades de los insumos productivos. Empíricamente está demostrado que las diferencias de crecimiento de los países están explicadas por diferencias en el crecimiento de la PTF. O sea, los países que crecen más lo hacen porque se vuelven más productivos. Es así

como los efectos explicados anteriormente, sobre el mercado laboral, sobre la tasa de ahorro (que afecta el mercado de capitales) y sobre el sector financiero, deben de tener un impacto sobre el crecimiento de la productividad de la República Dominicana.

Para comprender cómo se produce el crecimiento económico es necesario repasar cuáles son las fuentes del crecimiento económico, para lo cual se utiliza una metodología conocida como la contabilidad de crecimiento. Mediante este procedimiento el crecimiento económico se atribuye a tres componentes: más y mejores unidades de capital, más y mejores unidades de trabajo y la PTF, que, como ya se dijo, se refiere a la parte del crecimiento que no puede ser explicada por incrementos en la cantidad y la calidad de los insumos, lo cual implica producir una mayor cantidad de bienes con la misma cantidad de recursos. Esto está relacionado con la reducción real de costos, lo que incluye claramente el progreso tecnológico.

En el presente estudio se utilizó la metodología de Harberger⁸⁰ para identificar las fuentes de crecimiento económico en la República Dominicana. Mediante el uso de la matriz insumo-producto más reciente⁸¹, se determinó que el componente a los trabajadores es igual al 45.54% del valor de la producción que se atribuye, y el 54,46% remanente es el componente del valor de la producción asociado a los dueños del capital. Además, con base en la información de formación bruta de capital de cuentas nacionales, se construyó una serie para el acervo de capital, para lo cual se

80 Ver Harberger (1993, 1998). Al respecto, para un mayor detalle de esta metodología, véase Robles (2020)

81 La matriz insumo-producto más reciente es la del 2012. Para ello consultar Banco Central de la República Dominicana (2020)

asumió una tasa de depreciación del 5%⁸². Por último, se utilizó la serie de cantidad de personas empleadas en la economía dominicana según la Encuesta Nacional de Fuerza de Trabajo del Banco Central de la República Dominicana⁸³, para estimar la cantidad de unidades de trabajo básico, utilizando como deflactor dos terceras partes del PIB per cápita, tal y como lo indica Harberger (1993, 1998). Así se procedió con el ejercicio de contabilidad de crecimiento, representado en la siguiente ecuación:

$$\frac{PTF}{Y} = \frac{\Delta Y}{Y} - \frac{w^* L^*}{Y} \frac{\Delta L^*}{L^*} + \frac{(r+\delta)K}{Y} \frac{\Delta K}{K}$$

Donde,

$$\frac{PTF}{Y} = \text{Parte del crecimiento asociado a la PTF}$$

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \text{Crecimiento del PIB}$$

$\frac{w^* L^*}{Y}$ = Es la porción del valor de la producción pagada a los trabajadores (45.56%) y que es igual al salario básico (2/3 del PIB per cápita) multiplicado por la cantidad de unidades básicas de trabajo contratadas como porción del PIB.

$\frac{\Delta L^*}{L^*}$ = Es el crecimiento de la cantidad de unidades básicas de trabajo.

$\frac{(r+\delta)K}{Y}$ = Es la porción del valor de la producción pagada a los dueños del capital (K), igual a 54.46%, donde r es el ren-

82 Este porcentaje de depreciación es comúnmente utilizada en otros estudios.

83 Consultar ENCFT web

diminuto del capital y δ es la tasa de depreciación del acervo de capital.

$$\frac{\Delta K}{K} = \text{Es el crecimiento en el acervo de capital.}$$

Los resultados para la República Dominicana se muestran en la Figura 2. Allí se puede observar que en el periodo 1990-2019, el país creció a una tasa promedio de 5.5% anual. De este crecimiento, el 3.9% se atribuye al capital, 0.6% al trabajo y un 1.0% a la PTF.

FIGURA 2: FUENTES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA REPÚBLICA DOMINICANA (PROMEDIOS ANUALES)

	Crecimiento de la producción	Contribución del capital	Contribución del trabajo	PTF
1990-1995	6.70%	4.75	0.80%	1.20%
1995-2000	6.40%	5.60%	0.70%	0.20%
2000-2005	3.50%	3.50%	0.60%	-0.50%
2005-2010	5.80%	4%	0.50%	1.30%
2010-2015	4.90%	2.70%	0.50%	1.80%
2015-2019	5.80%	3.10%	0.40%	2.30%
1990-2019	5.50%	3.90%	0.60%	1.00%

Fuente: Elaboración propia

Los datos anteriores y la tendencia que se ilustra en la Figura 3 muestran que la PTF de la República Dominicana permaneció prácticamente estancada entre 1990 y el año 2004. Es a partir de ese año que la PTF empieza a crecer vertiginosamente. De hecho, el trabajo de Michel et al (2015) encuentra simi-

lar comportamiento con una ligera mejora del crecimiento de la PTF entre 2005-2015 aunque ellos encuentran que su aporte es menor al del capital físico y trabajo.

FIGURA 3: ÍNDICE DE PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN REPÚBLICA DOMINICANA



Fuente: Elaboración propia

Así, de forma acumulada, la productividad de la economía dominicana ha crecido 34% en los 15 años comprendidos entre el 2004 y el 2019, lo cual sin duda ha tenido un impacto sobre la tasa de crecimiento del país. Este periodo coincide con la puesta en marcha del esquema de pensiones de capitalización individual. Este hecho se pasa a estimar a continuación.

3.3 Impacto de la introducción del sistema privado de pensiones sobre el ahorro nacional, inversión y crecimiento económico

Como se indicó de forma previa, a pesar de la apertura de la cuenta de capitales de la República Dominicana con el exterior, empíricamente se ha demostrado que en la mayoría de los países existe un vínculo entre el ahorro nacional y la inversión doméstica. A esta relación se le ha llamado la Paradoja Feldstein – Horioka⁸⁴.

Si la tasa de ahorro afecta la inversión y, vía este, el crecimiento económico, entonces la creación de las cuentas individuales mediante la Ley 87-01 tendría un impacto sobre el ahorro pensional y así sobre la inversión y el crecimiento económico.

De esta forma, se intentó comprobar la existencia de la Paradoja Feldstein – Horioka para la República Dominicana, mediante la estimación de la siguiente especificación, para el periodo comprendido entre 1980 y 2020, utilizando un modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios:

$$\frac{\text{Inversión}}{\text{PIB}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\text{Ahorro}}{\text{PIB}} + u$$

La Figura 4 muestra los resultados de la regresión para el periodo 1980 y 2020, en donde el ahorro doméstico presenta un coeficiente de 0.478, o sea, el 47.8% de la tasa de inversión en República Dominicana es explicada por la tasa de ahorro doméstica.

84 Ver Feldstein y Horioka, 1980

Además, este coeficiente muestra una alta significancia estadística (con una desviación estándar de 0.093).

FIGURA 4. LA PARADOJA FELDSTEIN-HORIOKA PARA LA REPÚBLICA DOMINICANA (1980-2020)

Variable	Coeficiente
Ahorro	0.478 (5,13) ***
Constante	15.8 (7,40) ***

F (1,39): 26.33

R² = 0.38

Prob>F: 0.00

N: 41

*** Significancia al 1%

Fuente: Elaboración propia

Cuando el periodo de la regresión se divide en dos subperiodos de 20 años, o sea, de 1980 a 1999 y de 2000 a 2020, los resultados demuestran que el coeficiente del ahorro se reduce de 0.37 a 0.05 entre estos dos periodos, lo cual coincide con la apertura gradual de la cuenta de capital que la economía dominicana emprendió a partir de los años 90.

Dados estos resultados, para estimar el efecto del ahorro pensional sobre la tasa de inversión, el presente estudio utiliza los resultados del periodo completo de 40 años, o sea, el coeficiente 0.478 mostrado en la Figura 4, y considera el intervalo de confianza al 95% de este coeficiente, lo cual brinda un rango para el estimador de entre 0.29 y 0.67.

De esta forma, el incremento en la tasa de ahorro provocado por la introducción del sistema de cuentas individuales explica un aumento en la inversión doméstica en el rango de 0.19% a 3.08% del PIB, tomando en consideración el valor mínimo de ahorro pensional (0.67% del PIB) multiplicado por el extremo inferior del coeficiente ahorro-inversión (0.29) y el valor máximo del ahorro pensiones (4.6% del PIB) y el extremo superior del coeficiente ahorro-inversión (0.67).

Al multiplicar este rango por la porción del valor de la producción que se destina a los dueños del factor capital según la matriz insumo-producto del 2012 del BCRP (0.5444), se obtiene que la contribución del sistema nuevo de pensiones al crecimiento económico, asociado a una mayor inversión se ubica en promedio en el rango de 0.10% y 1.68% anual. En otras palabras, si tomamos en cuenta el crecimiento económico que ha tenido la economía dominicana durante el período de estudio, podemos afirmar que un 22% de este crecimiento se explica gracias a la introducción del sistema de ahorro individual para las pensiones.

3.4 Efecto de los ahorros pensionales sobre el mercado laboral

En la República Dominicana existen serias limitaciones de información para aplicar un enfoque estándar del efecto del nuevo sistema previsional sobre el mercado laboral. En consecuencia, en el presente artículo no es factible realizar una estimación específica del efecto de la reforma de pensiones del año 2001 con datos propios de las estadísticas del país.

Sin embargo, se revisó la literatura económica desarrollada en otros países de América Latina en donde se han realizado reformas de pensiones similares a las de la República Dominicana, como es el caso de Perú, México, Colombia y Chile. Por ejemplo, los estudios más relevantes que desarrollan una metodología similar a la utilizada en el presente estudio, como Apoyo Consultoría (2010), Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) y SURA Asset Management (2013) arrojan que el efecto de la reforma pensional sobre el mercado laboral es positivo, aunque reducido. Así, estos estudios indican que la contribución al crecimiento asociada al factor trabajo se ubican en el rango de 0.00% a 0.12% anual.

3.5 Efecto de los ahorros pensionales sobre la profundización financiera

A continuación, se intenta estimar la forma en la que la reforma de pensiones de cuentas individuales en la República Dominicana influyó sobre la profundización del mercado financiero a través de las mejoras en la PTF, para posteriormente estimar el impacto sobre el crecimiento económico. Para ello se especifican modelos econométricos de series de tiempo. Para medir el impacto que los ahorros de los fondos de pensiones tienen sobre la PTF, se inició con la serie anual de PTF que se calculó en el ejercicio de contabilidad de crecimiento y se busca encontrar el vínculo que el desarrollo del sector financiero tiene sobre la PTF.

El Fondo Monetario Internacional calcula para los países un Índice de desarrollo financiero⁸⁵, llamado “Proporción de pasivos líquidos a PIB”, que incluye la definición de dinero M3 entre el PIB. Esta variable sirve para medir la profundidad del sector financiero a través del tiempo.

Partiendo de ello, se realizaron decenas de modelaciones econométricas con el fin de encontrar un modelo que pudiera explicar las causas de las variaciones de la PTF en asociación con el desarrollo del mercado financiero, llegando a estimar la siguiente ecuación:

$$\ln PTF = \theta_0 + \theta_1 IDF + \theta_2 Tdl + \theta_3 Aper + \theta_4 GP/PIB + \theta_5 Inf + \theta_6 Tarifa + \theta_7 t + u$$

Donde,

ln PTF: Es el logaritmo del índice de PTF.

IDF: Índice de Desarrollo Financiero del FMI.

TdI: Términos de intercambio.

Aper: Apertura de la economía medida como la suma de importaciones más exportaciones a PIB.

GP/PIB: Relación de gasto público a PIB.

Inf: Inflación

Tar: Tarifa promedio de la economía dominicana estimada por el Banco Mundial

t: variable de tiempo

u: error estocástico.

Los resultados de este modelo predicen que las variables incluidas explican hasta casi el 80% de la variabilidad de la PTF en el periodo comprendido entre 2003 y 2019. Los resultados se incluyen en la Figura 5 y muestran resultados muy robustos en los modelos 3 al 7 que indican que el Índice de Profundización Financiera tiene un efecto positivo sobre la PTF con un coeficiente que se ubican entre 0.72% y 1.13%.

FIGURA 5. EFECTO SOBRE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

	Ecuación						
	1	2	3	4	5	6	7
Variable dependiente: Productividad Total de los Factores							
IDF	0.0033 (0.98)	0.0024 (0.65)	0.0084 (3.08)***	0.0078 (2.4)***	0.0072 (2.05)***	0.0113 (2.71)***	0.0102 (2.55)***
Tdl		0.0058 (2.12)***	0.0006 (0.29)	0.0003 (0.17)	0.0004 (0.21)	0.0034 (1.22)	0.0019 (0.61)
Aper			-0.0041 (-5.33)***	-0.0034 (-3.57)***	-0.0038 (-3.91)***	-0.0049 (-4.58)***	-0.0027 (-1.2)
Inf				-0.0965 (-0.89)	-0.0764 (-0.69)	0.0505 (0.36)	0.0197 (0.16)
GP/PIB					-0.0051 (-1.87)*	-0.0047 (-1.46)	-0.0127 (-1.83)*
Tar						-0.0012 (-0.41)	-0.0019 (-0.54)
Tiempo							0.0052 (1.11)
Constante	46,071 (69.51)***	40,395 (14.11)***	47,274 (21.44)***	48,016 (19.62)***	48,980 (18.02)***	44,742 (11.18)***	44,117 (11.08)***
N	27	27	27	27	27	22	22
F(1,25)	0.970	2.430	11.020	8.330	7.340	10.770	10.080
Prob > F	0.335	0.110	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
R ²	0.018	0.242	0.649	0.666	0.680	0.767	0.791

*Nota: Modelo de regresión de Mínimos Cuadrados Ordinarios con Errores Estándar Robustos. ***, **, * estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente*

Fuente: Elaboración propia

De seguido, tal y como se había indicado, se ha demostrado que el desarrollo de un sistema de pensiones de capitalización individual tiene un impacto positivo sobre la profundización financiera de los países. Esto se manifiesta sobre la tasa de crecimiento de la economía por medio de los incrementos en la PTF.

Por lo tanto, siguiendo a Corbo y Schmidt-Hebbel (2003), a continuación se presentan los resultados estadísticos que miden la forma en la cual el sistema de cuentas individuales influyó en la profundización financiera de la República Dominicana a través del tiempo. Para ello, se inicia con la construcción de un indicador profundización financiera denominado *Financial Intermediation Ratio* o Índice de Desarrollo Financiero (IDF) que es definido por el Fondo Monetario Internacional como la proporción de pasivos líquidos al PIB⁸⁶ y luego se estima como este indicador se ve afectado de acuerdo con la siguiente especificación econométrica en series de tiempo:

$$\begin{aligned} \underline{IDF} = \underline{\gamma_0} + \underline{\gamma_1} \left(\frac{AP}{PIB} \right) \underline{ }_t + \underline{\gamma_2} \left(\frac{AT}{PIB} \right) \underline{ }_t + \underline{\gamma_3} D_{\pi < 5\%} \\ + \underline{\gamma_4} (TCR_t - \overline{TCR}_t) + \underline{\gamma_5} RAE_t + \underline{\gamma_6} RM_t + u_t \end{aligned}$$

O sea, la profundización financiera (IDF) se ve afectada por:

*AP/PIB que es el flujo del ahorro obligatorio del nuevo sistema de pensiones como proporción del PIB*⁸⁷;

*AT que es el ahorro total como proporción del PIB*⁸⁸;

86 Los pasivos líquidos también son conocidos como dinero definido de forma amplia o M3. Este es igual a la suma de billetes, monedas y depósitos en el Banco Central (M0), más los depósitos en cuenta corriente y dinero electrónico (M1), más el cuasidinero (M2), más los cheques de viajero, depósitos a plazo en moneda extranjera, títulos comerciales, y las acciones en fondos mutuos o mercado de dinero en poder de residentes.

87 El flujo se obtuvo de las estadísticas de la página web de SIPEN para el periodo 2003-2019. El PIB en pesos dominicanos corrientes se tomó del Consejo Monetario Centroamericano para el periodo 1991-2019.

88 Ahorro Nacional Bruto como porcentaje del PIB. Se tomó del FMI.

$D_{\pi} < 5\%$ es una variable dummy que asigna un valor 1 cuando la inflación es menor a 5% y 0 en otro caso⁸⁹.

$TCR - \overline{TCR}$ es una variable que mide la desviación del tipo de cambio real con respecto a su tendencia⁹⁰.

RAE es el retorno esperado de los activos externos⁹¹;

RAI es el retorno esperado del dinero⁹².

La especificación indicada fue modelada utilizando diferentes ecuaciones con el fin de medir que tan robusta es la relación entre el ahorro pensional obligatorio del nuevo sistema de pensiones (AP/PIB) y la profundización financiera (IDF). Para ello se muestran un total de 6 modelos, cuyos resultados se incluyen a continuación en la Figura 6.

89 Tasa de inflación medida por el Índice Precios al Consumidor de 1960 a 2019. Se tomó del FMI.

90 Se obtuvo utilizando el filtro Hodrick-Prescott para la serie de tiempo de 1980 a 2019. La fuente del índice del tipo de cambio real efectivo (2010 = 100) es el FMI.

91 Tasa de los bonos del Tesoro a 10 años, sin ajuste por estacionalidad de 1962 a 2019. Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis.

92 Tasa de interés pasiva nominal en moneda nacional a 180 días. Se obtuvo del Consejo Monetario Centroamericano para el período 1991-2019.

FIGURA 6. EFECTO DEL AHORRO PENSIONAL SOBRE LA PROFUNDIDAD FINANCIERA

	Ecuación					
	1	2	3	4	5	6
Variable dependiente: desarrollo financiero (IDF)						
AP/PIB	2.61 (3.75)***	3.23 (8.30)***	3.82 (13.15)***	3.06 (4.77)***	1.25 (2.08)***	2.07 (1.54)
AT		0.24 (1.74)***	0.27 (1.89)*	0.20 (2.16)***	0.30 (4.62)***	0.27 (2.81)***
$D_{\pi < 5\%}$			-0.77 (-1.61)	0.04 (0.07)	-0.30 (-0.69)	-0.59 (-0.75)
TCR- TCR				-0.13 (-3.31)***	-0.12 (-5.56)***	-0.09 (-1.57)***
RAE					-1.17 (-3.76)***	-1.00 (-2.66)***
RAI						0.08 (0.60)
Constante	15.80 (12.5)***	9.81 (3.64)***	8.80 (3.17)***	10.97 (4.56)***	15.33 (7.67)***	13.72 (5.83)***
F	14.07	46.13	63.44	30.26	47.02	53.30
Prob>F	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
R ²	0.64	0.74	0.77	0.90	0.96	0.96
N	14	14	14	14	14	14

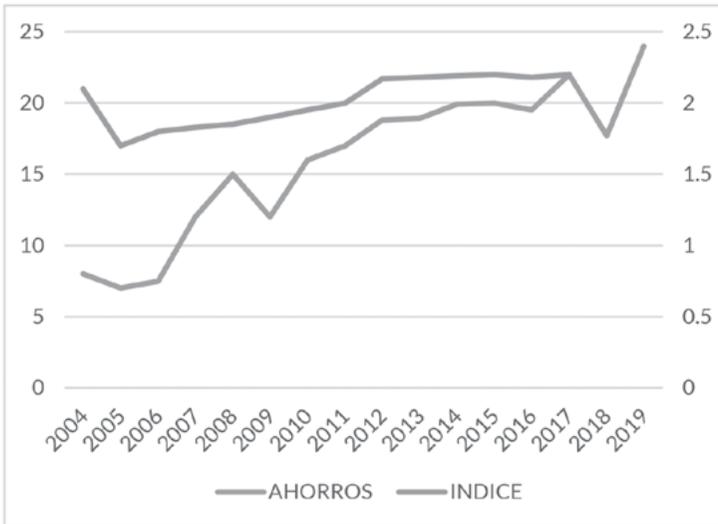
Nota: Modelo de regresión de Mínimos Cuadrados Ordinarios con Errores Estándar Robustos. ***, **, * estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente

Fuente: Elaboración propia

Los resultados indican que el coeficiente estimado de ahorro pensional obligatorio no solo es similar en la mayoría de los modelos (con excepción del 5), sino que también es altamente significativo con la excepción del modelo 6. Por tanto, se concluye

que el coeficiente encontrado para el ahorro pensional obligatorio es una variable explicativa robusta de la profundización financiera en la República Dominicana y se ubica en un valor entre 1.25 y 3.82. En la Figura 7 se puede observar como se mueve la tendencia del IDF con el ahorro en sistema de pensiones como porcentaje del PIB.

FIGURA 7. REPÚBLICA DOMINICANA: DESARROLLO FINANCIERO VERSUS AHORRO EN PENSIONES



Fuente: Elaboración propia con base en información del CEMCA, FMI y SIPEN.

A continuación, se procedió a realizar un análisis de cointegración entre Ahorro Pensional (AP) y el Índice de Desarrollo Financiero (IDF). La hipótesis nula es que no existe cointegración. La hipótesis alternativa es que existe cointegración. Como el estadístico calculado de 1.35 es menor al valor crítico al 5%, 3.76,

se puede rechazar la hipótesis nula, *i.e.* las dos variables están cointegradas o lo que es lo mismo éstas tienen una asociación de largo plazo, es decir, ambas variables se mueven juntas en el largo plazo, tal y como se muestran en la Figura 8⁹³.

FIGURA 8. PRUEBA DE COINTEGRACIÓN DE JOHANSEN

Rango Máximo	Parámetros	LL	Eigenvalor	Estadístico calculado	Valor crítico al 5%
0	6	6.9	.	20.29	15.41
1	9	16.4	0.87806	1.35*	3.76
2	10	17.1	0.14001		

Trend: Constante

Periodo: 2009-2017

Fuente: Elaboración propia

Ahora bien, ¿en cuánto explica el ahorro previsional el incremento en la profundización financiera? De acuerdo con la conversión de la ecuación estimada en la Figura 6, el efecto porcentual del ahorro obligatorio (AP) sobre el desarrollo financiero (IDF) se ubica entre 8.18% y 31.54%, tal y como se puede ver en la Figura 9. Por su parte, según lo especificado en la Figura 5 ese indicador impacta a la PTF entre un 0.72% y un 1.13%. Así, el ahorro en el sistema previsional tiene un efecto entre un 0.059% y un 0.356% sobre la PTF en República Dominicana.

93 De acuerdo con este resultado, es factible utilizar una especificación econométrica conocida como Modelo de Vectores de Corrección de Errores (VECM por sus siglas en inglés); sin embargo, este paso está fuera del objetivo del presente estudio.

**FIGURA 9. EFECTO DEL AHORRO DE PENSIONES EN EL ÍNDICE
DE DESARROLLO FINANCIERO**

	Ecuación					
	1	2	3	4	5	6
	Efecto AP sobre IDF					
AP	14.2	24.3	31.5	21.6	8.2	14.3

Fuente: Elaboración propia

3.6. Efecto de la reforma previsional sobre las tasas de interés

Como revisáramos, la introducción del sistema de capitalización individual a la economía dominicana significó una mayor cantidad de recursos disponibles a través del incremento del ahorro. Esta sola situación significaba poner a disposición de las actividades productivas un incremento de la cantidad de recursos disponibles al país. Pero no sólo ello, gracias a la labor de expertos de las empresas especializadas en la gestión de estos activos en los mercados financieros propiciaron mayores rentabilidades que fueron haciendo que año a año los fondos disponibles de los afiliados que eran intermediados posibilitaran que todas las empresas y familias dominicanas accedieran a mayor financiamiento y a tasas de interés cada vez más baratas.

Para observar el efecto estadístico de este impacto de menores tasas de interés, se desarrolla un modelo estadístico que permite captar el aporte de la reforma del sistema de pensiones sobre el diferencial (spread de tasas de interés), utilizando estimaciones econométricas basadas en series de tiempo.

Se utiliza la siguiente especificación cuantitativa⁹⁴:

$$\text{Spread} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{IDF} + \gamma_2 \pi + \gamma_3 \text{Déficit Fiscal} + \gamma_4 \text{Devaluación} \\ + \gamma_5 \text{Crédito Priv} + \gamma_6 \text{EER} + u$$

Donde

Spread: es la diferencia entre la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva nominal en moneda nacional a 180 días.

IDF: Índice de Desarrollo Financiero del FMI.

Déficit Fiscal: Déficit Fiscal como porcentaje del PIB.

Inflación: corresponde a la tasa de inflación medida por el Índice Precios al Consumidor de 1960 a 2019.

EER es igual a tasa de interés de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años de plazo, no ajustada por estacionalidad.

Se calcularon cuatro especificaciones econométricas para comprobar la robustez del parámetro estimado que relaciona el desarrollo financiero con el diferencial de tasas de interés. La descripción de las ecuaciones se presenta y los resultados se presentan en la Figura 10. Se encuentra que dicho parámetro es bastante robusto para las diferentes especificaciones, manteniendo su significancia en las todas las ecuaciones estimadas.

94 Para los datos de spread ver la página web del Consejo Monetario Centroamericano. Para los datos del Índice de Desarrollo Financiero, déficit fiscal e inflación ver web del IMF Data. Para el EER ver datos en la página web de Federal Reserve Bank of St. Louis.

FIGURA 10. REGRESIÓN DE MÍNIMOS CUADRADOS ORDINARIOS CON ERRORES ESTÁNDAR ROBUSTOS.

Variables independientes	Variable dependiente: Spread tasas de interés			
	Ecuación			
	(1)	(2)	(3)	(4)
FIR	-0.31 (-1.71)*	-0.26 (-2.68)**	-0.52 (-3.14)**	-0.26 (-2.34)**
Deficit Fiscal		-0.22 (-1.45)	-0.31 (-1.85)*	-0.19 (-1.13)
Inflación _t		-5.90 (-3.84)***	-5.16 (-3.96)***	-5.64 (-3.25)**
Inflación _{t-1}		0.079 (0.04)	-0.66 (-0.18)	0.724 (0.40)
Devaluación _t		-2.87 (-2.99)***	1.026 (0.37)	-3.63 (-2.63)**
Devaluación _{t-1}		1.688 (1.46)	7.337 (2.48)**	
Crédito Priv _t		-0.54 (-8.26)***		-0.62 (-17.00)***
Crédito Priv _{t-1}		0.634 (8.08)***	0.122 (1.18)	0.740 (12.56)***
EER		1.138 (4.60)***	1.068 (2.72)**	1.059 (4.27)***
Constante	15.14 (4.17)***	12.36 (4.69)***	16.22 (3.64)***	11.60 (5.62)***
N	17	17	17	17
F(1, 15)	2.91	122.73	9.8	262.71
Prob > F	0.1087	0	0.002	0
R2	0.0703	0.9708	0.8075	0.9635

Nota: *, **, *: representa la significancia estadística de los coeficientes al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

De esta forma se puede apreciar que un 1.0% de incremento en la profundidad financiera ganada por la República Dominicana está asociado a una disminución en el diferencial de tasas de interés entre un 0.26% y 0.52%. Así, un 1.0% de aumento en el flujo de ahorro previsional respecto al PIB está relacionado a una disminución en el diferencial de tasas de interés entre un 0.02% y un 0.164% en periodo 2001-2018. El diferencial de tasas de interés en República Dominicana disminuyó de 11.44% en el periodo 1991-2000 a 8.52% después de la reforma previsional (2001-2018). Lo cual implica que ésta explica entre un 0.7% (-0.0002/0.0292) y un 5.6% (-0.0016/0.0292) de la rebaja en el spread durante el periodo de reforma; es decir, una disminución media de 3,15%.

3.7. Efecto de la reforma del sistema de pensiones en la reducción de la pobreza

Como comentáramos previamente, el crecimiento económico sostenible que experimente un país tiene la bondad de poder trasladarse en mejoras en los indicadores sociales. Es de esperar por tanto que el impacto calculado de la introducción de un sistema de ahorro individual en el crecimiento económico de la República Dominicana se ha trasladado también a la disminución de la pobreza.

Para ello, se especificaron varios modelos para estimar cómo el crecimiento económico reduce la pobreza, tomando en consideración la inercia que conlleva los niveles de pobreza en el tiempo; es decir, cómo el indicador de pobreza depende no solo del crecimiento del periodo actual, sino de lo que ha sucedido en años previos. En la Figura 11 mostramos los resultados más significativos de las diferentes especificaciones econométricas que relacionan el creci-

miento del PIB con la reducción de la pobreza para el periodo 2000-2019. Las cifras de pobreza fueron obtenidas del Banco Mundial⁹⁵.

Descritas las restricciones de la serie de tiempo de pobreza en las notas a pie de página, se procedió a estimar las ecuaciones que se presentan en la Figura 11. Los resultados de las pruebas F y Durbin-Watson, principalmente llevan a elegir las ecuaciones 2 y 3. En particular en este caso nos concentramos en la interpretación de la ecuación 3, la cual sugiera que un aumento de un 1.0% en el crecimiento en el año t , explica una disminución en la tasa pobreza de 0.72% en el año t ; asimismo, un 1.0% de aumento en el crecimiento en el año $t-1$, explica una disminución en la tasa pobreza de 0.40% en el año t . Estos resultados guardan la relación que la literatura encuentra descrita anteriormente que reportaban el fuerte impacto esperado del crecimiento sobre la pobreza.

95 Las estimaciones oficiales de pobreza en la República Dominicana son elaboradas conjuntamente por el Ministerio de Economía, Planificación y Desarrollo (MEPyD web) y la Oficina Nacional de Estadística-ONE (ver ONE web) con base en datos de la Encuesta Nacional de Fuerza de Trabajo (ver ENFT web), recopilados semestralmente (abril y octubre) por el Banco Central de la República Dominicana y disponible previa solicitud por escrito. Esta encuesta fue reemplazada en 2017 por la 'Continua ENCFT (ver ENCFT web)' con recopilación de datos durante todo el año. Las estimaciones de pobreza que utilizan las dos encuestas diferentes no son comparables.

La metodología de medición de la pobreza fue discutida y aprobada por el Comité de Pobreza en 2012 con la participación de altos niveles de gobierno y la comunidad internacional. La pobreza monetaria en la República Dominicana se basa en una medida basada en el ingreso per cápita utilizando dos líneas de pobreza diferentes (pobreza moderada y extrema) en unidades de moneda local para áreas urbanas y rurales. Las series de tasas de recuento de pobreza y medidas de desigualdad de 2000-2004 no son comparables con el período 2005-2015, debido a diferencias metodológicas.

Es por ello que en este trabajo se utilizan las líneas de pobreza internacionales (USD 1,9, 3,2 y 5,5 por día, expresadas en PPA de 2011) que permiten la comparabilidad entre países, pero difieren de las líneas de pobreza oficiales. A pesar de las diferencias en los niveles de pobreza que resultan del uso de líneas de pobreza oficiales o internacionales, las tendencias en las tasas de pobreza son muy similares. Ver Poverty & Equity Brief, Latin America & the Caribbean, Dominican Republic April 2020. Disponible en https://databank.worldbank.org/data/download/poverty/33EF03BB-9722-4AE2-ABC7-AA2972D68A-FE/Global_POVEQ_DOM.pdf

FIGURA 11. IMPACTO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA POBREZA: MODELO DE REGRESIÓN DE MÍNIMOS CUADRADOS ORDINARIOS UTILIZANDO LA ESPECIFICACIÓN DE PRAIS-WINSTEN Y COCHRANE-ORCUT.

VARIABLES INDEPENDIENTES	VARIABLE DEPENDIENTE: POBREZA		
	ECUACIÓN		
	(1)	(2)	(3)
Crecimiento PIB	-0.16	-0.74	-0.72
	(-0.66)	(-3.15)***	(-3.31)***
Crecimiento PIBt-1			-0.40
			(-1.88)*
Pobrezat-1		1.04	1.02
		(9.19)***	(9.82)***
Constante	30.10	1.72	4.40
	(2.76)**	(0.42)	(1.09)
N	20	19	19
F(2, 16)	5.03	43.10	35.95
Prob > F	0.04	0.00	0.00
R2	0.22	0.84	0.88
R2 ajustado	0.18	0.82	0.85
ρ	0.96	0.26	0.24
Estadístico Durbin-Watson:			
Original	0.20	1.66	1.61
tTransformado	0.99	2.01	1.95

Nota: ***, **, *: significancia estadística los coeficientes al 1%, 5%, y 10%, respectivamente

Fuente: Elaboración propia

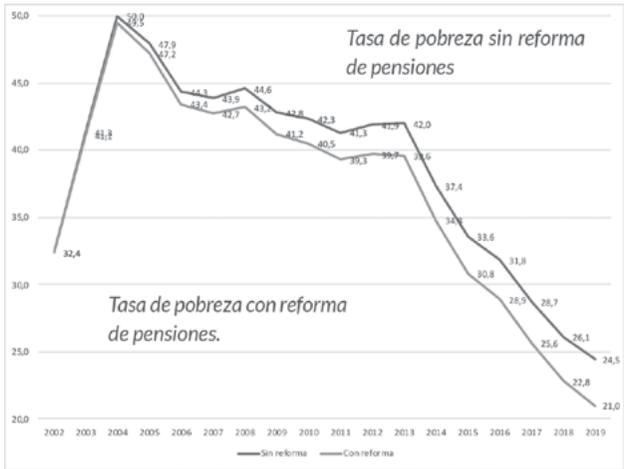
Ahora bien. ¿Cuánto de la reducción de la pobreza en la República Dominicana se puede atribuir a la introducción del sistema privado de pensiones? El crecimiento del PIB entre 1980 y 2001 fue en promedio de 4.31% por año, mientras que, para el periodo de vigencia de la reforma previsional, 2002-2019, este ha sido de 5.13% promedio anual. La diferencia, 0.82%, multiplicado por el intervalo del impacto de la reforma previsional sobre el crecimiento del PIB, 0.16%-2.16%, y por el coeficiente 0.72, da como resultado que la reforma previsional contribuyó a disminuir la pobreza entre un 0.001% y un 0.013% por año en ese periodo.

Así, a 17 años de haber iniciado la acumulación de ahorros por la reforma, la reducción de la pobreza durante todos estos años atribuible al sistema de cuentas individuales se ubica entre 1.61% y 21.68%. Traducido a valores del 2019, en donde el número de personas en situación de pobreza era 2,175,100, la reforma previsional a través de su impacto en el crecimiento del PIB explica una disminución en la pobreza de entre 35,500 y 602,078 personas. En el escenario medio indicado, la cantidad de dominicanos que ha salido de la pobreza gracias a la reforma pensional por medio de su impacto en el crecimiento económico sería 278,249 personas.

Ahora bien, todas nuestras estimaciones indican que la tasa de crecimiento de la República Dominicana hubiera sido 1.13% anual inferior sin la reforma pensional en el escenario medio. Eso implica que el crecimiento no hubiera sido el 5.13% anual observado, sino un 4.0% anual, o sea, 0.31% menos que la tasa de crecimiento previa a la reforma. Por tanto, esta reducción en el crecimiento también hubiera evitado que menos dominicanos salieran de la pobreza si no se hubiera implementado la refor-

ma en pensiones. De forma acumulada, estos números muestran que en el 2019 hubiesen existido 93,090 dominicanos más en condición de pobreza. Así, en total en el escenario medio, la reforma de pensiones tuvo como efecto que 371,339 dominicanos generaran ingresos para dejar de ser pobres. Otra forma de ver el importante impacto que ha tenido la reforma pensional en favor de los más pobres del país se aprecia en la Figura 12, a partir del cual se concluye que la tasa de pobreza en República Dominicana sería casi 4 puntos porcentuales mayor a la actual si no se hubiese puesto en marcha el funcionamiento del ahorro individual para la jubilación hace casi dos décadas. El efecto inclusivo de la reforma de pensiones a través de los mecanismos endógenos que impacta al crecimiento económico es apreciable.

FIGURA 12. DISMINUCIÓN DE LA TASA DE POBREZA EN REPÚBLICA DOMINICANA COMO CONSECUENCIA DE LA INTRODUCCIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES



Fuente: Elaboración propia

3.8. Efecto de la reforma del sistema de pensiones en la desigualdad

Las métricas de pobreza son más susceptibles a las variaciones en el crecimiento del PIB en el corto y mediano plazo, principalmente, debido a las metodologías utilizadas horizontalmente entre países basadas en encuestas de hogares para medir nivel de ingreso. Las medidas de desigualdad se utilizan para medir la asimetría en los ingresos de la población, dentro de un país o región, y están generalmente mejor explicadas por características estructurales idiosincráticas de la economía. En el caso que nos atañe, se utiliza el coeficiente de Gini. Este es un número entre 0 y 1, en donde 0 se corresponde con la perfecta

igualdad (todos tienen los mismos ingresos) y donde el valor 1 se corresponde con la perfecta desigualdad (una persona tiene todos los ingresos y los demás ninguno).

Existe una extensa literatura económica que intenta medir el efecto del crecimiento económico sobre la desigualdad, desde que Kuznets⁹⁶ popularizó hace más de medio siglo su famosa curva en forma de U invertida entre la desigualdad y el nivel de ingreso per cápita. Desde entonces, la evidencia ha sido mixta en comprobar la relación indicada por este autor. No obstante, lo anterior, la Figura 13 presenta los resultados de diferentes especificaciones econométricas que relacionan el crecimiento del PIB, la pobreza y el nivel de desigualdad para el periodo 2000-2019. Las cifras de pobreza son las mismas utilizadas en la sección anterior.

Los resultados de las pruebas F y Durbin-Watson, conjuntamente nos llevan a prescindir de las ecuaciones 1 y 2 debido a que los modelos no están correctamente especificados. Ahora bien, el estadístico Durbin-Watson y ρ señalan la presencia de autocorrelación en las siguientes ecuaciones, lo que implica que los estimadores correspondientes no son insesgados, y en el límite los resultados del modelo pueden ser pobres y espurios.

Tomando en cuenta lo anterior, nos conduce a elegir las ecuaciones 4 y 5. Nótese que la disminución en el Índice de Gini entre 2000 y 2019 fue de 15.1%. Así las cosas, tomando en cuenta esos escenarios, la contribución de la reforma previsional contribuyó a la disminución en la desigualdad en la República Dominicana en un rango entre el 0.005% y 0.081% del Coeficiente de Gini.

96 Kuznets (1955)

FIGURA 13. IMPACTO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN LA REPÚBLICA DOMINICANA: MODELO DE REGRESIÓN DE MÍNIMOS CUADRADOS ORDINARIOS UTILIZANDO LA ESPECIFICACIÓN DE PRAIS-WINSTEN Y COCHRANE-ORCUTT, ESTIMACIÓN UTILIZANDO ERRORES ESTÁNDAR ROBUSTOS.

Variables Independientes	Variable dependiente: Indicador de Desigualdad de Gini				
	Ecuación				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Crecimiento PIB	-0.126 (-1.28)	-0.115 (-1.06)	-0.130 (-1.00)	-0.247 (-2.30)**	-0.219 (-2.19)*
Crecimiento PIB _{t-1}		0.055 (0.46)	-0.054 (-0.54)	0.089 (0.82)	0.005 (0.04)
Crecimiento PIB _{t-2}				-0.207 (-1.89)*	-0.179 (-1.73)
Gini _{t-1}			0.988 (10.29)***	0.952 (10.98)***	0.590 (2.96)**
Gini _{t-2}					0.436 (1.82)*
Constante	48.587 (24.06)	48.250 (22.48)	1.036 (0.22)	3.697 (0.85)	0.101 (0.02)
N	19	19	18	18	17
F(1, 17)	1.65	0.94	39.71	33.17	25.24
Prob > F	0.22	0.4116	0	0	0
R ²	0.88	0.8845	0.9829	0.9873	0.9859
ρ	0.79	0.80	-0.65	-0.68	-0.59
Estadístico Durbin-Watson:					
Original	0.44	0.47	2.71	2.74	2.85
Transformado	2.42	2.40	2.69	2.76	2.66

Nota: ***, **, *; significancia estadística los coeficientes al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

4. Conclusiones sobre el impacto en el crecimiento inclusivo del sistema privado de pensiones en la República Dominicana

En este capítulo se ha buscado responder a la pregunta de ¿cuál es el impacto de la introducción del sistema de ahorro individual en pensiones sobre el crecimiento inclusivo? En términos generales el crecimiento inclusivo está compuesto por el crecimiento económico sostenible que derive en la mejora de las condiciones sociales de los ciudadanos. En el caso de la República Dominicana encontramos que la introducción de la reforma de pensiones del 2001 ha generado una serie de impactos positivos en favor de la población dominicana. Por ejemplo, un hallazgo importante es que el sistema de ahorro individual ha permitido que República Dominicana crezca más de 1 punto porcentual adicional cada año entre el período 2003-2019 en su estimado medio. Este aspecto, que por primera vez ha sido calculado para el país, se ha constituido en un elemento central de las mejoras que el país ha experimentado en las últimas dos décadas. Así, podemos decir con alto grado de certeza que del crecimiento promedio anual que experimentara el PIB de la República Dominicana durante este período, un 22% de este es explicado por la introducción y funcionamiento del sistema de ahorro individual para la jubilación. Por tanto, el sistema privado de pensiones gestionado por las AFPs se constituye en una pieza fundamental para la viabilidad y crecimiento sostenible del país en el largo plazo.

Si recordamos los mecanismos de transmisión que tiene el sistema de pensiones privados sobre un rango diverso de indicadores económicos, hemos identificado que el impacto anual sobre el ahorro-inversión ha sido de 0.89% anual, hecho que ha tenido los efectos

multiplicadores sobre diversos sectores productivos del país. El impacto sobre el empleo ha sido de 0.03% adicional cada año, mientras que el impacto sobre el desarrollo financiero de la economía dominicana ha sido de 0.21% adicional, hecho que ha permitido que se genere una expansión del financiamiento directo e indirecto en el país.

Los resultados del estudio dejan en evidencia los efectos positivos que ha tenido el mayor ahorro privado previsional sobre la mejora en las condiciones financieras para todos los dominicanos que han conseguido financiarse a menores tasas de interés desde la puesta en marcha de la reforma. Así, el modelo econométrico encuentra un efecto de reducción promedio de 3,15% (rangos extremos entre 0,7%-5,6%) en la disminución del diferencial de tasas de interés desde que se inició el proceso de transformación de las pensiones en el país, lo cual ha significado la posibilidad de incluir de forma más barata a la participación del sistema financiero a millones de familias y empresas dominicanas.

Un hallazgo interesante que encontramos en el estudio es que la introducción del sistema de pensiones ha tenido un impacto decisivo sobre la disminución de la pobreza en el país. En efecto, en el escenario medio encontramos que la cantidad de dominicanos que evitaron caer en la pobreza gracias a la reforma de pensiones alcanza 371,339. En general, podemos afirmar que la tasa de pobreza en la República Dominicana sería casi 4 puntos más alta si no se hubiese introducido la reforma del sistema de ahorro privado de pensiones. Similarmente, también existe una fuerte evidencia estadística que indica que la distribución del ingreso mejoró con la incorporación del sistema de cuentas individuales en el país. En la Figura 14 podemos observar el resumen de los resultados encontrados en el estudio.

**FIGURA 14. REPÚBLICA DOMINICANA:
IMPACTO MACROECONÓMICO DE LA CREACIÓN DEL SISTEMA
DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL**

Impacto reforma	República Dominicana
Año inicio del nuevo sistema	2001
Periodo evaluación	2003-2019
Crecimiento anual del PIB en el periodo	5.09%
Efecto reforma sobre PIB (escenario medio)	1.13%
- Ahorro - Inversión	0.89%
- Mercado laboral	0.03%
- Desarrollo financiero y PTF	0.21%
% Crecimiento PIB explicado por la reforma	22.2%
Rango efecto de la reforma sobre PIB	0.16%-2.16%
- Ahorro - Inversión	0.10%-1.68%
- Mercado laboral	0.00%-0.12%
- Desarrollo financiero y PTF	0.06%-0.36%
Rango de Efecto en reducción spread de tasas de interés	0.7%-5.6%
Rango efecto acumulado sobre reducción de pobreza	1.61%-21.68%
Cantidad de personas que evitaron caer en pobreza (Escenario medio)	371.339

Fuente: Elaboración propia

Como comentáramos al inicio del trabajo, el sistema privado de pensiones en la República Dominicana está lejos de ser perfecto. Los objetivos conceptuales orientados a generar mayor participación, mejores beneficios pensionarios, sostenibilidad financiera y de gestión ha sido parciales. En lo que compete al funcionamiento propio de las cuentas individuales, estas han alcanzado una rentabilidad histórica bastante competitiva que cualquier otro instrumento financiero bajo condiciones de rentabilidad-riesgo. Es cierto que estos podrían ser mejores, sin embargo, si la regulación financiera pudiese permitirle invertir de manera más diversificada en favor del afiliado. No obstante, el principal problema de que los dominicanos no puedan obtener mejores pensiones se debe a las grandes limitantes estructurales que tiene el país, que tiene su mayor correlato en el funcionamiento de los mercados laborales y en la consecuente elevada informalidad. Para la solución de estos problemas se requiere que el Estado retorne a sus compromisos originales cuando se introdujo la reforma del 2001 y brinde el soporte adecuado para la jubilación de los más vulnerables.

Sin embargo, más allá de ello, el estudio muestra que el sistema privado de pensiones ha contribuido no sólo brindando rentabilidades inigualables en favor del ahorro previsional y un escenario de mayor seguridad institucional, sino también a brindar una mayor sostenibilidad al crecimiento y bienestar social del país de toda la economía en su conjunto, no sólo de los afiliados. Este hecho debe ser bastante valorado por parte de los hacedores de política económica, en particular en el actual contexto de pandemia. Y es que, cuando el Covid-19 pase, la economía dominicana necesitará urgentemente crecer, y para ello requerirá factores que fortalezcan su productividad, un crecimiento futuro con robustez

y las mejoras de las condiciones sociales. Y para lograrlo requerirá contar con un sistema privado de pensiones en toda su fortaleza y no uno debilitado por los vaivenes que traen ideologías caducas.

9

RETOS PENDIENTES DEL SISTEMA DE PENSIONES EN LA REPÚBLICA DOMINICANA

Jaime García y Diego Valero

1. Aspectos generales

El punto de partida y aspecto fundamental que vamos a desarrollar en este capítulo es que todos los retos a los que se enfrenta el sistema de pensiones dominicano, y por extensión el sistema de seguridad social, quedan sometidos a una cuestión primordial: conseguir más y mejores pensiones.

Conseguir más y mejores pensiones bajo un modelo viable económicamente para que de facto este sistema de pensiones se constituya como un eje fundamental y vertebrador en la generación de riqueza y desarrollo económico y social del país. Esto, evidentemente, hace que esos retos a los que debe hacerse frente son muchos y variados y no siempre son previamente conocidos o se encuentran perfectamente determinados y cuantificados. En buena medida es así porque todo sistema de pensiones es un sis-

tema vivo que evoluciona y a su vez debe adaptarse a las nuevas situaciones y necesidades, tanto económicas como sociales, de la población y la sociedad a la que sirve.

A lo largo del texto vamos a abordar los que probablemente son los veinte principales retos a los que, en la actualidad y en un futuro próximo, debe hacer frente el sistema de pensiones dominicano, pero no sólo vamos a exponer estos retos, también vamos a intentar cuantificarlos, ponerles números en cuanto al coste económico que pueden implicar y el efecto que sobre la pensión representan⁹⁷. Para ello utilizamos estimaciones sustentadas en criterios e hipótesis razonables y consistentes con la realidad económica y social actual, de forma que tengamos una visión global de lo que significan esos retos y una perspectiva lo más clara posible del camino, las dificultades, y también las oportunidades, que nos esperan en esta evolución y desarrollo futuro del sistema de pensiones dominicano.

Para tener una dimensión global de lo que significa el sistema de pensiones dominicano en la economía del país, conviene recordar que de 2003 a 2019 el ahorro vinculado a las pensiones ha contribuido en promedio en un 22% del crecimiento económico en la República Dominicana (Robles, Tuesta y Valero, 2021), dinamizando y potenciando sectores tan dispares e importantes como las industrias de la metalurgia, el petróleo y la minería, la agroindustria, las infraestructuras o el turismo y las energías alternativas, consiguiendo con ello una sensible reducción de la pobreza y, consecuentemente, una mejora en la calidad de vida.

97 Todos los cálculos son elaboraciones propias basadas en la metodología actuarial generalmente aceptada y con entornos de supuestos coherentes con la realidad dominicana.

Esto no quiere decir que el sistema no precise de modificaciones, de mejoras o simplemente de cambios que acompañen y ayuden al desarrollo de la sociedad y la economía dominicana. Todo lo contrario, como ya hemos apuntado, estos cambios en forma de retos son imprescindibles y forman parte intrínseca de todo sistema de pensiones, el cual siempre se debe configurar como un sistema vivo en el que todas sus partes son importantes y, es más, modificar cualquiera de ellas tiene implicaciones en el resto (podríamos utilizar el símil de un ecosistema, que evoluciona y cambia) y el sentido, o al menos la pretensión, de dicho cambio obviamente debe ser siempre a mejor, en resumen, orientado a alcanzar una mejor y más adecuada cobertura previsional.

En su origen, el sistema de pensiones que implementó la Ley 87-01 en República Dominicana tenía unos objetivos loables que, sin embargo, no se han logrado implementar y alcanzar de forma efectiva en su totalidad. Por lo que, desde ese punto de partida, se ha de continuar ese camino iniciado, afrontándose nuevos retos que, como se ha indicado, permitan la evolución del sistema en la dirección deseada.

Hoy, cuando en República Dominicana cualquier persona acaba su etapa de actividad y accede al tan ansiado y merecido retiro, su prestación de jubilación equivale en promedio a casi un 40% de su último salario (ver capítulo 6). Es lo que se denomina tasa de reemplazo. Sin embargo, dicha tasa de reemplazo a nivel individual tiene importantes variaciones, principalmente en función de las cotizaciones realizadas por cada persona, y existe la necesidad y la obligación por parte de todas las personas y entidades que conforman el sistema, de hacer todas las acciones posibles en seguir incrementando dicha tasa de reemplazo.

En la actualidad, y más tras la crisis del COVID, existe cierto convencimiento por parte de la población de que los sistemas de pensiones no funcionan adecuadamente, en la medida en que no se proporciona la suficiente protección financiera en el retiro, otorgando unas prestaciones excesivamente bajas que no resultan en absoluto suficientes para mantener una vida digna tras el retiro.

Lograr ese incremento de cobertura evidentemente implica un coste, normalmente en forma de un incremento de la tasa de aporte. Sin embargo, hay medidas que pueden llevar a una mejora de la tasa de reemplazo sin necesariamente incrementar la tasa de aporte, pero que sí pueden contribuir a hacer más eficiente el sistema.

Estas medidas pueden y deben establecerse bajo dos premisas fundamentales, en primer lugar deben ser viables, han de contar con el correspondiente respaldo económico y de sostenibilidad no sólo a corto plazo sino fundamentalmente a medio y a largo plazo, y por supuesto deben evitar evoluciones negativas a futuro para el conjunto de la sociedad, tales como aumentos del déficit público, pérdida de competitividad internacional o efectos negativos sobre la propia economía del país y su mercado laboral, como podría derivarse de un incremento de los costes laborales o una destrucción, total o parcial, del sistema de ahorro, dado que de poco sirve intentar mejorar el futuro si no hay expectativa en el presente.

Como ya se ha indicado, cualquier sistema de pensiones es un sistema vivo que debe evolucionar junto a la sociedad a la cual sirve, ajustándose a sus características y necesidades y también,

por qué no, aprovechando las oportunidades e incluso los retos que se nos presentan. En las páginas siguientes, vamos a abordar los retos a los que se enfrenta el sistema de pensiones dominicano agrupándolos desde cuatro perspectivas distintas:

- Aspectos biométricos y demográficos vinculados a la evolución poblacional y social
- Aspectos económicos y financieros
- Optimización de la gestión
- Desarrollo y potenciación del sistema de pensiones

2. Aspectos biométricos y demográficos vinculados a la evolución poblacional y social

Empezando por el campo demográfico y atendiendo a los datos ofrecidos desde la Oficina Nacional de Estadística⁹⁸ (ONE), la previsión es que la población dominicana tenga un crecimiento constante hasta el año 2050, pasando de 10.4 millones a 12.2 millones de personas. Asimismo, la esperanza de vida se prevé que pase de los 73.57 años en 2015-2020 (71.07 para los hombres y 76.17 para las mujeres) a 79.6 en 2045-2050 (76.6 y 82.7 años respectivamente para hombres y mujeres). Es decir, cada vez más, el país avanzará hacia una estructura poblacional más longeva. Por otro lado, la previsión es que el número de nacimientos descienda de forma continua, de forma que a fines del siglo XXI las mujeres tengan, en promedio, únicamente 1.7 hijos, siendo ésta

98 <https://www.one.gob.do/> Documentos: “Estimaciones y proyecciones nacionales de población 1950-2100. Vol 1” y “Boletín: La población dominicana en el siglo XXI”

una situación análoga a la ya alcanzada en la actualidad por la mayoría de los países desarrollados.

Previsiblemente, a final de siglo se invertirá la tendencia seguida históricamente y el país enfrentará un período de decrecimiento de la población. La edad mediana seguirá creciendo hasta alcanzar los 29.4 años en el 2025 y 37.5 años a mediados de este siglo XXI. Por su parte, la población de 60 o más años, la cual representa un 8.5% en el año 2010, pasará a ser en el 2025 un 12.5% del total y el proceso de envejecimiento seguirá agudizándose y con ello en el año 2050 la previsión es que uno de cada cinco dominicanos (más del 20%), serán personas de 60 o más años. En el largo plazo, en el entorno del año 2100, un tercio de los habitantes del país tendrán 60 o más años.

De esta información que nos aporta la ONE, la principal y clara conclusión que podemos obtener al objeto del presente análisis consiste en la constatación de la existencia en la actualidad de lo que se denomina un bono demográfico. Es decir, estamos ante una situación única y probablemente irrepitable en la evolución de una sociedad, en este caso la dominicana, en la que se da una etapa de transformación demográfica en la que las cohortes de menor edad se van reduciendo (ante una disminución de las tasas de fecundidad) pero el crecimiento de la población de mayor edad se mantiene relativamente constante. De forma que, durante varias décadas, la relación de dependencia de la población pasiva con respecto a la población activa se mantendrá relativamente baja, para luego sufrir un incremento acelerado de la proporción de personas mayores, y así acabar derivando en una población envejecida de forma similar a como se está experimentando en otros países donde esta evolución se inició más prematuramente.

Ante esta situación demográfica, parece deducirse que es ahora el momento oportuno para afrontar la mayoría de los retos a los que se enfrenta el sistema de pensiones, dado que a futuro y a medida que pase el tiempo, la capacidad de maniobra para el sistema y para el país y su economía será mucho más reducida ya que la población en edad de percibir su pensión de retiro será paulatinamente mayor y la población en situación activa menor.

Desde esta perspectiva biométrica y bajo el contexto que acabamos de exponer, un primer reto consiste en avanzar en el equilibrio en la tasa de reemplazo entre mujeres y hombres, lo cual tiene distintas derivadas que deben ser abordadas, tales como establecer mecanismos de cobertura en las lagunas de cotización por maternidad para aumentar la convergencia en la tasa reemplazo entre mujeres y hombres y que, por supuesto, el ejercicio de la maternidad no suponga ninguna merma para la mujer, más bien al contrario, llegando incluso a establecer los mecanismos que permitan, si no potencien, el desarrollo de dicha maternidad.

Por otro lado, existe la constancia empírica de una mayor expectativa de vida para las mujeres, algo que, además de quedar demostrado ha pasado por la experiencia histórica, a futuro no hay ninguna evidencia que indique que esto vaya a cambiar (como se deduce también de las proyecciones realizadas desde la ONE vistas anteriormente y de otras instituciones estadísticas o de carácter demográfico, también a nivel mundial) por lo que es un hecho que deberemos tener presente en la evolución futura de los sistemas de pensiones.

Este hecho enlaza con otros retos paralelos bajo la perspectiva biométrica a los que se debe enfrentar el sistema de pen-

siones, uno de ellos es la necesidad de elaborar unas tablas de supervivencia y mortalidad propias para República Dominicana, que recojan la evolución y características particulares de la población y por lo tanto nos ofrezcan un control y unas previsiones a futuro de mayor precisión. Algo absolutamente necesario para su desarrollo futuro y para poder evaluar con certeza la situación futura del sistema y las medidas de corrección, modificación o mejora que sobre él se establezcan.

Las tablas utilizadas actualmente, basadas en población mexicana, ofrecen una expectativa de vida mayor a la que la realidad actual muestra para la población dominicana, por tanto, de utilizar la propia experiencia de supervivencia dominicana conduciría a una mejora de la tasa de reemplazo, según estimaciones, de casi cinco puntos porcentuales más. Esto se explica en la medida en que, si los cálculos para la pensión se hacen presuponiendo una esperanza de vida mayor, al dividir el monto acumulado para la pensión entre un número mayor de años en los que se percibirá, el resultado da una pensión inferior a la que resultaría de dividir entre un número menor de años.

Es también planteable la opción de considerar unas tablas unisex, en consonancia con el sistema de pensiones dominicano, que no plantea diferencias de género en cuanto a aportaciones ni años de servicios, aun a riesgo de que, como se ha expuesto anteriormente, la esperanza de vida para las mujeres resulta ser sensiblemente superior a la de los hombres, pero que iría encaminada a una homogeneización de prestaciones con independencia del género.

Para hacer el sistema más viable a largo plazo resulta conveniente establecer mecanismos que permitan vincular la edad de retiro con la esperanza de vida, tal y como cada vez más se está realizando en otros países. Esta vinculación de la edad de retiro con la esperanza de vida lograría evitar un progresivo descenso de la tasa de reemplazo como consecuencia de estos incrementos. Actualmente, la esperanza de vida a los 60 años es de 20.6 años para los hombres y 23.4 para las mujeres. Podría, por ejemplo, vincularse este crecimiento en la edad de jubilación de forma automática a revisiones de la Oficina Nacional de Estadística (ONE), tal vez quinquenalmente. Así conseguiríamos una mejora de la eficiencia y de la adaptación a la evolución de la sociedad actual, dado que es un hecho innegable que cada vez vivimos más y, en no pocos casos, el primer acceso al mercado laboral se produce más tarde, por lo que desde el punto de vista biológico y por supuesto económico resulta lógico un ajuste en la edad de retiro consecuente con las variaciones demográficas y sociales. El establecimiento de un mecanismo automático de edad de retiro está ya vigente en varios países, y presenta varias ventajas, entre ellas, la suavización del proceso imparable de aumento en la edad de jubilación, de manera que no afecte a unas generaciones más que a otras, y que sea muy paulatino en el tiempo, con lo que todas las personas tienen tiempo de ir ajustando sus perspectivas a las nuevas edades de retiro con mucho tiempo por delante; otra de las ventajas es que centra en un solo momento del tiempo un debate político que suele ser poco reflexivo y muy dominado por estrategias cortoplacistas. Modificar la edad de jubilación suele ser un duro ejercicio para un gobierno, y una medida altamente impopular. La existencia de mecanismos automáticos eleva a rango de política de Estado la edad de retiro, y no está sometida a las posibles presiones que en momentos determinados pudieran ejercerse sobre

el gobierno de turno para no ajustar la edad de retiro a la realidad poblacional.

Las estimaciones realizadas nos muestran que el impacto económico de retrasar un año la edad de jubilación genera una mejora de entre los 2 y 3 puntos porcentuales en la tasa de reemplazo, de forma acumulativa. Retrasar la edad de jubilación de los 60 años actuales a los 65 años, por ejemplo, genera una mejora de entre 12 y 14 puntos porcentuales en la pensión de jubilación. Los retrasos en la edad de jubilación, algo habitual en los últimos años en otros sistemas de pensiones a nivel mundial, responden justamente a la evolución demográfica de la propia sociedad, con una incorporación al mercado laboral cada vez más tardía, como consecuencia de una mayor formación, y una esperanza de vida tras el retiro cada vez mayor y en una situación física y psicológica de las personas también mejor. Esto, que es indudablemente bueno individualmente, nos obliga a realizar las oportunas reformas para adecuar los sistemas de pensiones.

Además, en este mismo sentido, resulta conveniente flexibilizar y auspiciar el aumento voluntario de la edad de retiro, para lograr así mejores pensiones y reducir la brecha entre edad legal de jubilación y edad real de jubilación, priorizando una jubilación en base al esfuerzo contributivo y no al saldo acumulado (que es la norma ahora en la legislación vigente), ya que esto va en contra de la suficiencia del sistema.

Profundizando en estos aspectos biométricos, resulta interesante un análisis en mayor detalle de la situación a edades muy avanzadas, dadas las características particulares que todos tendremos a dicha edad, en cuanto a carencias de ciertas capaci-

dades autónomas e incluso de necesidades asistenciales por parte de terceras personas. Así una interesante posibilidad puede ser favorecer un sistema de pago de beneficios basado en retiro programado con una renta vitalicia diferida. Es decir, plantear lo que en otros países es un seguro de longevidad para garantizar rentas vitalicias en edad avanzada. El objetivo sería paliar la disminución progresiva de las pensiones provocada por un aumento de la esperanza de vida, y se constituiría como un seguro de longevidad a partir de los 80 años, que garantizase una pensión vitalicia a partir de esa edad para dar cobertura a lo que se llama la gran vejez.

Este tipo de seguro de longevidad se podría financiar a través de dos componentes, la destinada a una pensión temporal hasta los 80 años (que sería mayor, al no contemplarse hasta el fallecimiento de la persona) y otra componente dedicada a fondear el pago de una prima única en el retiro para garantizar una renta vitalicia a partir de los 80 años. De los cálculos realizados, se desprende que, si esta renta vitalicia fuera, por ejemplo, equivalente a la pensión mínima, la renta temporal (entre 60 y 80 años) aumentaría un 10% y el costo adicional se estima que equivaldría a un aporte adicional del 1%.

También resulta interesante, si no necesario, abordar la posibilidad de un seguro de discapacidad vitalicio. En la actualidad, las personas que tienen una discapacidad reconocida perciben una pensión del 60% hasta los 65 años, edad en la que dejan de percibir la pensión de discapacidad, y pasan, en su caso, a recibir la de vejez, que es sensiblemente inferior, dado los años que no ha cotizado a esa pensión por estar en discapacidad. Esto puede producir situaciones realmente dramáticas para personas mayores y

además discapacitadas. Por tanto, sería conveniente revisar el actual seguro de discapacidad para proceder a su ampliación con carácter vitalicio, y utilizando el saldo de la cuenta de capitalización individual (CCI) para financiar parcialmente esa extensión. Según los cálculos realizados, la prima actual del 0.95% es actuarialmente insuficiente para garantizar el pago. Una ampliación vitalicia requeriría que la prima media de discapacidad fuera del 2.15%, pero si se utiliza el saldo de la CCI para su financiación, la prima del seguro se situaría, aproximadamente, en un 1.70%. Se sugiere asimismo establecer un régimen transitorio para la adecuación de las primas, con absorción de ganancias pasadas (pues el sistema fue excedentario durante varios años).

3. Aspectos económicos y financieros

Tras los aspectos biométricos y demográficos que acabamos de exponer, es hora de adentrarnos en los retos del sistema de pensiones dominicano desde una perspectiva económica y financiera. Recordemos que tanto el ámbito financiero como el demográfico que acabamos de ver, constituyen los fundamentos de la ciencia actuarial, que es la encargada de evaluar los riesgos a los que son sometidos todos los sistemas de pensiones.

El factor económico por excelencia de todo sistema de pensiones, y de forma mucho más pronunciada en los sistemas de capitalización individual, en la medida en que el eje central de esas pensiones parte de un ahorro para poder financiar la etapa de jubilación, como es el caso del sistema dominicano, es la tasa de interés o rentabilidad. Lógicamente a mayor rentabilidad de las inversiones, más rendimiento obtendrán nuestras aportacio-

nes al sistema y por lo tanto mayor prestación obtendremos a futuro. Por lo tanto y como primer reto al que debemos hacer frente desde el plano financiero es conseguir una optimización financiera, dicho de otra forma, mejorar las inversiones para obtener la mayor rentabilidad posible pero siempre con la perspectiva del riesgo asumido. Por lo tanto, resulta necesario flexibilizar y ampliar el universo de inversiones, con el claro objetivo de mejorar la rentabilidad y así acabar obteniendo una mayor tasa de reemplazo, pero disponiendo a la vez de los mecanismos necesarios para diversificar y controlar el riesgo de una forma eficiente.

Parece claro que hasta la fecha el sistema de pensiones dominicano no ha desarrollado todo su potencial de inversiones, manteniéndose éstas de forma mayoritaria en inversiones en la financiación a las instituciones públicas, pero nada en los mercados exteriores al país y poco en apoyo de la economía productiva del país. Por lo que resulta conveniente abrir la puerta a esas posibilidades de inversión que hasta la fecha no han sido exploradas. Con ello se pretende conseguir dos cosas: por un lado, que la inversión realizada en el desarrollo de la economía productiva dominicana impulse un aumento del empleo formal y, por tanto, más cotizaciones que a su vez acabarán generando mejores tasas de cobertura y de reemplazo. Por otro lado, con el hecho de abrir la posibilidad a la inversión en los mercados exteriores se consigue una diversificación que constituye la principal herramienta para la reducción de riesgos, dando así una mayor estabilidad y seguridad al sistema y adicionalmente permitiendo la posibilidad de acudir a determinadas oportunidades de inversión más atractivas que pueden surgir más allá de las fronteras del país.

De forma adicional, resulta conveniente avanzar en la introducción de criterios de inversión socialmente responsables, para garantizar retornos sostenidos y coherentes con los principios de sostenibilidad en el propio país y por extensión en nuestro planeta. Hay que considerar las implicaciones medio ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo que deben incorporar las inversiones para que, además de obtener la mejor rentabilidad, mostrar un compromiso y una voluntad de mejora con la sociedad y el planeta y lograr que se produzca un impacto positivo adicional a todos los niveles en el entorno en que vivimos.

En este plano económico, no sólo una mayor rentabilidad permitirá alcanzar unas mayores pensiones y así una mayor tasa de reemplazo, lógicamente si el aporte es mayor también mayor será la pensión; pero no debemos olvidar que un incremento en el nivel de aportaciones tiene un efecto inmediato en el mercado de trabajo, dado que estas aportaciones corren a cargo tanto del empleado como del empleador, de forma que si se incrementa el nivel de aportación se puede conseguir el efecto contrario, que en economías con insuficiente capacidad institucional acostumbra a suceder, que es el aumento de la informalidad, al final, la verdadera lacra de los sistemas de pensiones. Sin embargo, existen medidas que pueden ser exploradas en el sentido de aumentar el monto global de aportaciones sin que se modifique la tasa de aporte. En este sentido se plantea cotizar por el salario devengado íntegramente ya que actualmente hay ciertas remuneraciones percibidas por el trabajador en República Dominicana que no son consideradas a la hora de aportar. Hay dos tipos de propuestas implícitas a este análisis: por una parte, cotizar por la regalía de Navidad, por la que sí se percibe pensión, pero sobre la que no se

aporta. En caso de hacerlo, se estima que permitiría obtener aumentos en la tasa de reemplazo de hasta 3 puntos porcentuales.

La segunda es incluir como cotizables conceptos salariales por los que actualmente no se cotiza, como pueden ser comisiones u otros conceptos, que a efectos de salario sí se contemplan en la declaración ante la Dirección General de Impuestos Internos (DGII), pero que se elude cotizar. Nuestras estimaciones muestran que esto podría suponer un aumento del 15% del salario cotizable, y las mejoras en la tasa de reemplazo llegarían a ser de hasta 6 puntos porcentuales.

Tampoco debemos olvidar que dentro del sistema dominicano de pensiones aún perduran distintos regímenes particulares en los que no opera de forma directa el régimen de capitalización individual. De hecho, podemos hablar de que realmente nos encontramos ante un sistema fragmentado en el que se mantienen sistemas de reparto previos, por lo general totalmente opacos, con cargo al erario en buena medida, y de los que no se conoce con certeza su magnitud, ni, por supuesto, su sostenibilidad (que se presume más que dudosa).

La situación en la que se encuentran estos regímenes no es diferente a la de los países desarrollados que tienen sistemas de reparto, todos enfrentan los mismos problemas, las mismas contestaciones en las calles de sus ciudadanos (Francia, España, Bélgica, Austria, etc.), y soluciones similares, consistentes en paulatinamente aumentar los aportes, alargar la edad de retiro, y disminuir los beneficios, dando prioridad a la sostenibilidad financiera por delante de la suficiencia y equidad, todo ello derivado de una situación de déficit estructural difícilmente asumible en el tiem-

po. Por lo tanto, y con el objetivo de garantizar la sostenibilidad del sistema para los modelos que no funcionan bajo el principio de capitalización individual, se ha de exigir transparencia en estos regímenes a través de estudios actuariales independientes y regular el funcionamiento de los sistemas de reparto para garantizar su viabilidad en el largo plazo, ello sin menoscabo de llevar a cabo los oportunos estudios y acciones para promover una transformación de estos sistemas de reparto marginales hacia el sistema común de capitalización individual, de forma que se le otorgue de mayor consistencia, coherencia, equidad y estabilidad a todo el sistema de pensiones dominicano.

La última medida o reto económico que exponemos hace referencia al ahorro voluntario. Resulta conveniente y beneficioso para todo el sistema establecer mecanismos adicionales de ahorro bajo un principio de complementariedad y voluntariedad mediante los cuales se pueda completar adecuadamente las pensiones de la población. Conviene estipularse de forma separada sistemas tanto para un entorno colectivo (por acuerdo de empleadores y empleados) como individuales (por decisión de cada persona). Se da un consenso ya generalizado, y refrendado por los principales organismos multilaterales, y la academia, y experimentado en varios países, de que estos sistemas tienen que estar basados en la economía del comportamiento, de forma que su constitución y desarrollo cuente con los incentivos y planteamientos correctos para hacerlos atractivos y que el hecho de incrementar los niveles de ahorro atendiendo a las posibilidades de cada persona y su situación temporal presente las menores reticencias posibles, dicho de otra forma, que ahorrar sea valorado y no implique dolor.

Sin perjuicio de un mayor desarrollo futuro, las bases propuestas para este sistema voluntario complementario se centrarían en el desarrollo de un modelo de ahorro previsional colectivo, para que las empresas y trabajadores puedan mejorar las pensiones de los trabajadores, basado en un esquema de afiliación automática, y con *matching contributions* (vinculación entre aporte del trabajador y aporte del empleador). Con una propuesta de aporte inicial del 0,5% del salario a cargo del empleador, otro 0,5% a cargo del trabajador, y de forma creciente alcanzar el 3% en total (estimado en un periodo de 6 años), habría un fuerte impacto en el aumento de la tasa de reemplazo, estimado en un 10% adicional. Los sistemas de afiliación automática siguen manteniendo la voluntariedad para el trabajador, y en caso de que el trabajador opte por excluirse del sistema, tampoco habrá coste para el empleador.

Otras opciones o alternativas de ahorro voluntario podrían basarse en un sistema de ahorro voluntario de las personas de forma directa, con algunos incentivos fiscales al ahorro, y basado también en principios de la economía del comportamiento, como afiliación automática o ciertas ventanas de liquidez. Obviamente en función del aporte se aumentará la tasa de reemplazo final, pero se puede estimar que un aporte adicional del 1% en esta aportación individual lograría un incremento en la tasa de reemplazo del 3%.

Todos los aportes a sistemas voluntarios se separarían de las cuentas de capitalización individual (CCI) del Régimen Contributivo, tendrían mucha más flexibilidad en el aporte, así como en las posibilidades de percepción de los beneficios, y en las estrategias de inversión. También debería contar con algunas (concretas

y tasadas por ley) ventanas de liquidez para el ahorro jubilatorio, con fines determinados (adquisición de primera vivienda, gastos de estudios, desempleo, enfermedad grave).

4. Optimización de la gestión

Tras la exposición de los principales retos biométricos y económicos que actualmente se vislumbran en el sistema de pensiones dominicano, debemos abordar los retos de gestión e institucional que deben ser enfrentados en el camino de lograr un sistema más eficiente que, como hemos dicho en numerosas ocasiones, consiga más y mejores pensiones.

Un primer reto de gestión pasa por fortalecer la capacidad institucional. Institucionalidad que viene representada principalmente por la figura de la Tesorería de la Seguridad Social (TSS), una de cuyas principales funciones es la lucha contra el fraude, para la que ha sido dotada recientemente de nuevos recursos que deben ser administrados de la forma más eficiente posible. Uno de los aspectos más necesarios a potenciar consiste en la creación de un cuerpo de inspectores con capacitación y potestad suficiente para perseguir el fraude (y salarios que desincentiven las malas prácticas).

Entre las acciones a emprender deben cruzarse sistemáticamente las bases de datos de la DGII y la TSS para evitar fraudes entre salario cotizado y salario declarado. Esta medida por sí misma puede no ser suficiente, pues la DGII no tiene fiscalizadas a todas las empresas, sino a aquellas que pagan impuestos. Se podría ampliar la exigencia de estar al día con la TSS para toda

actividad empresarial, no sólo para contratar con el Estado, como sucede en la actualidad. Por ejemplo, para contratos con otras empresas, actividad exportadora, etc., se debería presentar certificación de estar al día con la Seguridad Social. Y especialmente, en el ámbito de las transacciones bancarias, el Consejo Nacional de Seguridad Social (CNSS) puede solicitar a la Superintendencia de Bancos que promulgue una norma complementaria conforme a la cual se exija a las instituciones financieras que soliciten un certificado de estar al día en los pagos a la Seguridad Social para poder conceder un préstamo o crédito a una empresa o persona. La Superintendencia de Bancos podría emitir esta norma con carácter imperativo, o al menos, como recomendación en el análisis de riesgos de una empresa.

Por otro lado, resulta conveniente emprender acciones de capacitación a los órganos de justicia, con el objetivo de que se logre una conciencia clara de la problemática existente y se impongan las oportunas sanciones que repriman el fraude y protejan así el sistema.

También deben aprovecharse los nuevos recursos de la Dirección General de Información y Defensa de los Afiliados a la Seguridad Social (DIDA) para establecer planes nacionales de educación financiera y campañas permanentes de aprecio a la Seguridad Social y condena social del fraude, pudiéndose establecer incluso un fondo fiduciario, con gestión profesional y auditorías independientes para garantizar el buen fin de los fondos recibidos por la DIDA.

Consideramos que el mencionado esfuerzo didáctico para poner en valor las coberturas y beneficios que otorga el sistema

de seguridad social constituye un elemento de enorme importancia dado que el fin último es robustecer el sistema y cumplir los objetivos para el que fue creado y, aunque se alcancen esos objetivos, si no hay capacidad de transmitir ese esfuerzo y los éxitos y bondades del sistema, e incluso los errores o problemáticas existentes, el sistema no cumplirá a cabalidad sus objetivos. Es decir, si no se logra la complicidad de la sociedad difícilmente se alcanzarán los objetivos de un sistema de pensiones y para ello la única herramienta es la transparencia y la pedagogía.

Otras posibilidades encaminadas a fortalecer la capacidad institucional podrían ser emprender un estudio de un posible sistema de monotributo para las MIPYMES, que les permita formalizarse con facilidad y pagar a través de una sola cuota todos los impuestos. Como se indicó, la informalidad en el mercado laboral, superior según estudios al 50%, es una verdadera lacra para el sistema. Cualquier fórmula razonable que facilite la formalización debe ser tomada en cuenta, y la fórmula del monotributo funciona razonablemente bien en otros países del entorno.

Por último, se propone desarrollar propuestas técnicas que faciliten los procesos de registro (ventanilla única eficiente y telemática), se suprima burocracia, se innove en medios de pago, se puedan crear hojas de vida laboral individuales (con registro de todos los aportes, y para todos los afiliados, sean o no cotizantes, lo cual puede contribuir a que afloren situaciones de fraude), registros de desempleados (que sean públicos y con estadísticas que se presenten periódicamente).

El impacto económico de estas medidas se estima que podría llegar a representar hasta un 5% adicional en la tasa de reem-

plazo, ello sin coste adicional alguno para el sistema, simplemente con la ejecución de las medidas expuestas, lo que constituye sencillamente un ejercicio de eficiencia.

En la misma línea de eficiencia se propone también afrontar un proceso de simplificación de todos los trámites, específicamente de aquellos requeridos para percibir prestaciones derivadas del fallecimiento de un afiliado, de forma que los pagos se efectúen de forma cuasi-inmediata al fallecimiento. Si bien se trata de un mero aspecto de gestión, conllevaría una importante percepción de mejora para la ciudadanía (todas las encuestas y sondeos realizados muestran que es uno de los aspectos a mejorar del sistema que sería más apreciado) que acabaría traducándose en un mayor grado de compromiso y vinculación con el sistema por parte de la población. Asimismo, también resulta necesario perfeccionar los canales de contribución para lograr con ello cambios en el comportamiento de la población con un reducido costo, en especial para la cotización de independientes, que facilitaría las aportaciones al sistema potenciando especialmente las aportaciones voluntarias a realizar de forma directa por el afiliado y acabaría repercutiendo en una mejora de la tasa de reemplazo sin coste adicional alguno.

5. Desarrollo y potenciación del sistema de pensiones

Por último, trataremos a continuación los retos que el sistema dominicano de pensiones debe afrontar en cuanto a su propio perfeccionamiento y progreso, abordando así cuestiones que consoliden y mejoren el sistema, profundizando en su carácter de

herramienta fundamental y vertebradora para la generación de riqueza y desarrollo económico y social del país.

Para ello se plantea todo un proceso de cambio que busca, si no un nuevo sistema dominicano de seguridad social sí una evolución de éste y específicamente un importante avance y mejora para el sistema de pensiones. En este sentido, el principal objetivo pasa por pretender alcanzar un sistema universal, con un sistema general de pensiones mínimas, tanto contributivas como universales, un sistema contributivo obligatorio en el que se integren todos los asalariados, los independientes y los regímenes previos, y un sistema voluntario adicional, recogiendo en ese proceso algunos de los retos que se han expuesto en las páginas anteriores.

Empecemos por el desarrollo de un verdadero sistema de pensiones mínimas en el país, y como ya se ha avanzado esas pensiones mínimas tendrán dos componentes: unas cuantías de pensión mínima para los afiliados (vinculadas al salario mínimo, financiadas con aporte solidario y gestionadas bajo parámetros de capitalización) y unas pensiones mínimas para todos los ciudadanos, incluso los no afiliados (vinculadas a un ingreso mínimo vital y financiadas con impuestos).

La situación actual en cuanto a las pensiones mínimas contributivas es que existe una pensión mínima para los afiliados con 65 años y 300 cotizaciones, y donde el Fondo de Solidaridad Social (FSS) completa el saldo acumulado del afiliado para poder adquirir la pensión mínima del sistema. Sin embargo, se ha estimado que aproximadamente un 40% de los afiliados de más de 65 años quedarían excluidos, ya que, a pesar de que obtendrían de su

cuenta de capitalización individual una pensión inferior a la pensión mínima, no podrán acreditar el mínimo de 300 cotizaciones.

Evidentemente esta situación genera toda una serie de problemas, como transmitir la imagen de que el sistema es poco solidario con los afiliados de ingresos más bajos, o que en los próximos años se paguen pocas pensiones mínimas.

La solución puede pasar por un sistema de pensiones mínimas para afiliados que relaje los requisitos de acceso, pero que siga teniendo en cuenta el esfuerzo contributivo del afiliado, estableciendo unos porcentajes de pensión mínima por tramos que vayan por ejemplo desde el 60% al 90% de la pensión mínima, con el objetivo de lograr extender la cobertura a la población de bajos ingresos y que exista un importante porcentaje de afiliados cobrando del Fondo de Solidaridad Social, lo que reforzarían el aspecto solidario del sistema y la confianza de la población al poder constatar que más personas tienen algún tipo de ingreso procedente del sistema de seguridad social.

Esta medida no supondría ningún coste adicional, al ir a cargo del Fondo de Solidaridad, si bien, un precepto fundamental es que ha de ser financieramente asumible para el mismo, evitando en todo caso que dicho Fondo de Solidaridad vea comprometido a futuro en cuanto a su solvencia. Aunque en primeras estimaciones eso parece posible, siempre es conveniente realizar un estudio a profundidad para analizar la viabilidad de la propuesta.

Respecto al sistema de pensiones mínimas solidarias, se plantean unas pensiones mínimas para todos los ciudadanos, incluso los no afiliados, vinculadas a un ingreso mínimo vital y

financiadas con impuestos. Probablemente la mejor opción será promover su financiación vía impuestos extraordinarios, que en la medida de lo posible no incremente la presión fiscal general sobre la población, tales como aumentar la tasa turística, una tasa a las transacciones económicas, al alcohol, tabaco e hidrocarburos, tasa Google, etc. Otra opción sería establecer la financiación de estas pensiones a través de impuestos finalistas y/o consumo, básicamente a través del Impuesto sobre Transferencias de Bienes Industrializados y Servicios (ITBIS) que es un impuesto general al consumo que se aplica a la transferencia e importación de bienes industrializados, así como a la prestación de servicios. En cualquier caso, dicha financiación requerirá de un estudio específico en mayor profundidad, sin olvidar que la Ley 87-01, en su artículo 20, ya incorporaba fuentes de financiación para el Estado y probablemente este sea el momento de considerar la viabilidad de su uso.

Como se ha expuesto, un importante problema que encontramos en la actualidad es que la población de ingresos más bajos no tiene recursos cuando llega a una edad avanzada. El régimen subsidiado que estableció la Ley 87-01, y que pretendía dar cobertura a esta capa de población, apenas ha sido desarrollado, más allá de alguna prueba piloto. De ahí que se proponga constituir un sistema de pensiones mínimas para todos los ciudadanos con el objetivo de paliar la pobreza en la vejez de los más necesitados, con criterios de acceso acordes a lo establecido por el Sistema Único de Beneficiarios (SIUBEN), y con la pretensión de alcanzar como mínimo a la población englobada entre los hogares más carenciados, concretamente para los clasificados bajo índices ICV1 e ICV2.

Un planteamiento podría ser que la cuantía de esta pensión sea como máximo del 50% de la pensión mínima, de forma que pensiones contributivas y pensiones solidarias estén integradas y se eviten los incentivos a la informalidad o las situaciones de injusticia o falta de equidad contributiva. En cualquier caso, los importes de pensiones deberían estar en consonancia con el resto de las pensiones públicas.

El coste de establecer este sistema de pensiones mínimas dependería de su implementación y de su gradualidad. A futuro la implementación total para los ciudadanos de más de 65 años englobados en el ICV1 y el ICV2 se estima que podría alcanzar los 31,100 MM RD\$ anuales. Sería deseable iniciarlo, al menos, con la población adulta mayor encasillada en la pobreza extrema que establece el SIUBEN en su ICV1, que incluiría a un 7% de la población mayor de 65 años, y que tendría un coste aproximado de 3,500 MM RD\$ anuales.

En cualquier caso, la puesta en marcha de estas pensiones deberá estar siempre sometida, lógicamente, a una prueba de medios, dado que implementar pensiones no contributivas podría tener impactos negativos en el sistema contributivo y en el mercado laboral, si se hiciera en paralelo y de forma no integrada. En ningún caso deben generarse incentivos a la informalidad.

Otro reto de mejora del sistema de pensiones pasa por promover una integralidad con el seguro de salud. La búsqueda de la integralidad con el seguro de salud se plantea desde dos enfoques y problemáticas diferenciadas, según el momento temporal en el que se produce, así una tiene lugar durante la etapa de actividad laboral y la otra durante la jubilación.

Se observan en el país altas tasas de cobertura en salud y sin embargo muy bajas en pensiones, esto es así porque las personas aprecian más a corto plazo el seguro de salud que el de pensiones, probablemente como percepción más inmediata y acuciante para el primer riesgo, dado que todos podemos caer enfermos de forma más o menos inmediata, contra un riesgo más diferido en el tiempo y por lo tanto normalmente menos acuciante como es el de financiar el retiro. A estos fines, resulta necesario vincular ambos seguros, el de salud y el de jubilación. Dicho de otra forma, establecer que no se puede tener seguro de salud si no se cotiza también al de retiro para la pensión de jubilación. Esto es así dado que todo sistema de seguridad social debe verse siempre desde una perspectiva holística, como un ecosistema que funciona en base a la interrelación entre todos sus diferentes subsistemas y entidades, lo que permite en definitiva la estabilidad y evolución de la sociedad en su conjunto, por lo que ignorar inicialmente uno de esos subsistemas, como es la cotización para la jubilación, no haría más que comprometer todo el ecosistema a futuro.

Como medida transitoria hasta lograr una cotización homogénea para salud y para jubilación, se puede establecer una gradualidad en el aporte hasta llegar al aporte legal establecido. Por otro lado, probablemente deberían replantearse y, en algún caso, suprimirse de la cotización a cargo del empleado y empleador para este seguro de salud algunos conceptos que actualmente se consideran en la nómina del trabajador y que no corresponden estrictamente al sistema de salud de los cotizantes, como por ejemplo el caso de las estancias infantiles, dado que por su naturaleza parece más coherente proceder a su financiación con cargo al presupuesto del Estado.

En cuanto a la problemática en la etapa de jubilación, esta radica sencillamente en la pérdida del seguro de salud en el momento en que se jubila el trabajador, cuando resulta evidente la necesidad de que las personas jubiladas sigan disfrutando del seguro de salud, dado que evidentemente van a seguir enfermando. Esta se considera como una de las grandes carencias del sistema actual.

Una opción que se plantea es proceder a la financiación de este seguro de salud mediante una aportación adicional durante la etapa de actividad, es decir, incrementar la aportación en activo para cubrir las primas futuras durante la jubilación, constituyéndose para ello un fondo con estos aportes adicionales, que puede ir rentando hasta la edad de retiro, y que en ese momento, o bien se pague una prima única por una cobertura de salud vitalicia, o bien que se detraigan año a año los recursos necesarios para hacer frente a la prima de salud. En cualquiera de las dos opciones debe garantizarse la cobertura vitalicia para el afiliado.

A modo ilustrativo el aporte adicional necesario durante la vida activa para alcanzar el capital de cobertura o prima única del seguro en el momento de retiro, que dé cobertura a la contingencia básica de salud, se estima en un 3.61%. Esto es una aproximación para un afiliado promedio, pero debería establecerse una prima suplementaria por grupos de edad y un régimen transitorio para que los afiliados próximos al retiro, y los ya retirados, puedan alcanzar el financiamiento para el seguro de salud en la etapa de retiro.

Otra alternativa para lograr el objetivo de mantener la cobertura de salud durante la etapa de retiro sería promover dicho

acceso al seguro de salud equiparando la cápita mínima del Plan Básico de Salud a la exigida actualmente para los dependientes, actualmente establecido en 1,167.81 RD\$, el cual sería financiado por los propios jubilados con algún mecanismo solidario para aquellos casos en los que dicha financiación no pueda ser llevada a cabo.

Antes de seguir con nuestro planteamiento, recordemos que ésta última perspectiva bajo la que hemos agrupado los retos a los que se enfrenta el sistema dominicano de pensiones hace referencia al desarrollo y potenciación del sistema de pensiones en sí mismo, buscando un sistema global y universal que fomente lo que se ha venido a denominar como un estado del bienestar en la República Dominicana, y uno de los retos irrenunciables en este camino es incorporar a los independientes y trabajadores por cuenta propia al sistema.

Para integrar a los independientes al sistema se propone la creación de un aporte obligatorio que puede ser determinado en base a salarios presuntivos de cada actividad económica. Los independientes pueden ser clasificados fundamentalmente en dos tipos, los profesionales liberales, que eligen voluntariamente desarrollar su actividad por cuenta propia, y los que podríamos llamar “forzados”, personas que perdieron su trabajo (o nunca lo tuvieron), y no tienen más opción que desarrollar una actividad profesional por su propia cuenta. Normalmente, los primeros tienen ingresos relativamente elevados con respecto a la media, y los segundos pueden estar más cercanos a los salarios mínimos, por lo que estos segundos deben ser objeto de la acción protectora del Estado en lo referente a subsidios o pensiones mínimas.

Las bases para la integración de los independientes deberían centrarse en su misma obligatoriedad, es decir, establecer obligaciones y beneficios homogéneos a los de los asalariados. Si bien, los independientes del segundo grupo antes mencionado, aquellos que no tengan capacidad contributiva regular, deberían poder acceder a pensiones mínimas del sistema contributivo, pero exigiendo un esfuerzo contributivo adecuado a sus posibilidades, con el objetivo adicional de desincentivar posibles situaciones de informalidad y fraude. También resulta aconsejable introducir aspectos de flexibilidad, pero sin desequilibrios, a través de, por ejemplo, cotizaciones adaptables a la periodicidad de los ingresos, e innovar en la manera de ahorrar, por ejemplo, tratando de que el ahorro se realice por defecto, utilizando para ello recordatorios, o mecanismos indirectos como cobrar a través de facturas de servicios, o directamente a través del celular. Es decir, utilizar mecanismos imaginativos y novedosos, acordes con los tiempos actuales y la tecnología que impera, obteniendo mediante su utilización un efecto sobre el comportamiento de las personas que en definitivo acabe repercutiendo en su bienestar futuro (ver capítulo 2).

Hay un gran número de empresas que se mantienen en la informalidad. Resulta fundamental para el sistema que esas empresas se integren en el mercado laboral formal, de forma que sus empleados (y las propias empresas) estén protegidos institucionalmente. Para avanzar en la formalización, puede ser conveniente establecer una cotización para salir de la informalidad.

La estructura del mercado laboral dominicano presenta una proporción muy importante de MIPYMES (micro, pequeña y mediana empresa) donde la informalidad es muy alta (el 90% de las MIPYMES son informales). La informalidad es un problema

endémico en el mercado laboral dominicano, y aunque se hayan producido algunas mejoras derivadas de programas específicos, como “RD formalízate” del Ministerio de Industria y Comercio, los costes impositivos y cargas sociales (pensiones y salud) y la burocracia y dificultades prácticas (como la escasa bancarización) son impedimentos para avanzar en la formalización. A resultas de ello, la realidad es que los trabajadores informales han quedado históricamente fuera del sistema.

Del total de informales, los trabajadores por cuenta propia se estima que representan algo más del 80%. Los trabajadores informales ascienden a algo más de dos millones de personas, lo que supone un 57% del total de la población ocupada. De ahí la importancia de diseñar un proceso de incentivación a abandonar la informalidad, proceso que no debe ser en ningún caso inmediato, dado que esto lo haría terriblemente traumático, sino que debe ser gradual, con un amplio periodo transitorio y con suficientes mecanismos de adaptación, e incluso utilizando incentivos para la formalización.

En este sentido, el planteamiento que se hace es establecer una cotización única para salir de la informalidad, en forma de “tarifa plana”, sustancialmente menor que la vigente en el régimen contributivo pero que proporcione derechos de salud, que es el verdadero enganche (por la inmediatez en la prestación de servicios y por la necesidad familiar de ellos) y un pequeño ahorro para pensión. Esta tarifa plana tendría un plan de aumento, de forma que en un período de tiempo preestablecido se llegaran a completar los aportes ya existentes para el régimen contributivo, ya que para que las cotizaciones sean suficientes para generar una pensión es necesaria esta planificación de aumento de cotizaciones.

Como medida de apoyo y de futuro resulta interesante implantar también medidas específicas de potenciación a la cotización para la población más joven, dado que si se lograra inculcar desde el inicio en la población que accede al mercado laboral por vez primera la necesidad de un ahorro para la jubilación, es más que probable que ese primer ahorro, por otro lado fundamental en la prestación final por las aplicación de las reglas de interés compuesto y capitalización, se integre en los usos y costumbres de los trabajadores y consecuentemente en toda la sociedad, lográndose así un claro fortalecimiento de todo el sistema.

En base a esa visión global del sistema de seguridad social tantas veces comentada, resulta imprescindible que exista también una adecuada protección a la cesantía o desempleo.

El planteamiento que se hace en este sentido es que la cobertura de estas prestaciones por desempleo podría ser financiadas a través de la creación de un fondo específico de cesantía que se administre en paralelo a los fondos de pensiones, pero con cuentas separadas y comisiones muy bajas. La política de inversiones también debería ser diferente para ajustarse a un producto y unas necesidades que tiene un horizonte temporal más corto.

Este nuevo fondo sustituiría a las diferentes indemnizaciones por cesantía no voluntaria actualmente vigentes en la legislación de República Dominicana, encontrándose en la actualidad este sistema de prestaciones laborales encuadrado en lo dispuesto en el artículo 80 del Código de Trabajo.

Estos fondos de cesantía están presentes en la práctica habitual de otros países de la región y evitan que los empleados

que pierden su trabajo sufran además de la pérdida del salario el riesgo de impago de la indemnización por cesantía que le corresponde de su empleador, al ser titulares desde el principio del fondo acumulado.

Este planteamiento se establece bajo la premisa de que no acabe generando costos mayores a los actuales para las empresas. De hecho, para el empleador también puede suponer una ventaja en forma de reducción futura (la rentabilidad de los ahorros sustituye a parte del aporte) y sobre todo de control de costos, al tener plenamente determinado lo que representa anualmente en su cuenta de resultados.

Adicionalmente, si un trabajador mantiene una relación laboral estable y no requiere acceder a este fondo nunca, lo acumulado en la cuenta individual de cesantía pasaría a conformar parte del capital para el pago de la pensión de jubilación y aumentar así su monto. Así, si este fondo de cesantía no llega a necesitarse nunca o no se agota previamente a la jubilación, podría utilizarse justamente para aumentar la pensión de jubilación, lo que generaría un nuevo incremento en la tasa de reemplazo de la prestación de retiro y en todo caso el trabajador no pierde ese dinero acumulado.

Esta propuesta sería válida para los afiliados cotizantes, proponiéndose un congelamiento del actual sistema de prestaciones laborales, siendo seguramente necesaria una segmentación de los trabajadores en base a su edad, en consonancia con un paulatino aumento del fondeo para la cesantía, para lo que sería necesario establecer un régimen transitorio o proceso gradual de sustitución

del sistema actual por el de fondo de cesantía en la medida que se produce el paulatino aumento de este nuevo fondo.

Actualmente, el número promedio de mensualidades por auxilio de cesantía se estima en 5,9, de forma que la prestación media individual por auxilio de cesantía es de 151,388.86 RD\$ (atendiendo a un salario medio). Si se realizase un aporte mensual a este nuevo fondo de cesantía del 1% del salario, se lograría financiar el 25% de la prestación equivalente a los 10 años. Como se ha indicado, este nuevo sistema debería constituirse de forma progresiva, estableciéndose por tramos de edad la supresión gradual de las prestaciones laborales actuales a sustituir por el fondo de cesantía.

Para los no cotizantes, e incluso para los cotizantes que no alcancen un mínimo, podría instrumentarse un fondo de garantía mínimo, similar al Fondo de Solidaridad Social, con un aporte especial del Estado a este fondo, de forma que todos los trabajadores se vean beneficiados de este sistema y no se produzcan discriminaciones en la población o, como mínimo, exista un mínimo de garantía en caso de pérdida del empleo de forma no voluntaria.

Por último y como un reto de mejora y posibilidad de ganar relevancia, consolidación y eficiencia del sistema dominicano de pensiones frente a la población e incluso de cara al exterior, se plantea la posibilidad de facilitar los mecanismos necesarios para potenciar la movilización de fondos para migrantes.

6. Las pensiones después del Covid19

De la pandemia que a nivel mundial estamos viviendo actualmente por el Covid19, no sólo se pueden sacar malas experiencias, también resulta innegable que han cambiado los hábitos de la población a nivel mundial y han surgido nuevas oportunidades. Una de estas modificaciones en los hábitos, también propiciado por los avances tecnológicos, ha sido la potenciación y extensión del teletrabajo y por lo tanto con una enorme movilidad. Ante esta situación países con un entorno privilegiado como es el caso de la República Dominicana pueden verse beneficiados atrayendo a ciertos trabajadores altamente especializados y productivos que comportan un valor añadido tanto económico como social para las regiones en las que se ubican.

Ante esta situación resulta conveniente establecer los mecanismos oportunos para facilitar este proceso y en el ámbito específico del sistema de pensiones dominicano resulta interesante facilitar la movilización de capitales para migrantes, y no sólo para el caso expuesto de estos trabajadores denominados “nómadas digitales”, sino también para aquellos residentes extranjeros que por distintos motivos puedan estar interesados en movilizar desde sus países de origen sus saldos acumulados. Asimismo, este mecanismo también serviría para aquellos dominicanos residentes en el exterior y que deseen repatriar su ahorro.

Por otro lado, facilitar y potenciar la posibilidad de la movilización de fondos para migrantes obviamente ha de regularse para que, en caso de retorno o de derecho a percepción de una prestación bajo el sistema dominicano de pensiones, sea considerada y compensada de forma justa en la aplicación de posibles

pensiones mínimas futuras u otros beneficios que puedan derivarse, los cuales no deben ser negados, pero sí otorgados de forma justa y proporcional.

En definitiva, esta es una medida que no comporta coste económico y que sin embargo sí tendría un impacto económico positivo en el país y en la sociedad dominicana y que además constituiría una prueba irrefutable de la eficiencia del sistema dominicano de seguridad social y específicamente de su sistema de pensiones.

7. Conclusión y recapitulación

El sistema de pensiones dominicano está y debe estar, como todo esquema previsional englobado dentro del marco de seguridad social de cualquier país, en continuo cambio y evolución, como consecuencia de las transformaciones que se producen en la propia sociedad en la que se sustenta y a la cual sirve y tanto desde una perspectiva poblacional como económica.

A lo largo de este capítulo hemos abordado los principales retos a los que se enfrenta el sistema de pensiones de este país, tanto desde una perspectiva poblacional o biométrica, con una situación actual única y probablemente irrepitable en cuanto a la pirámide poblacional, que nos permite abordar los cambios de futuro que se estimen necesarios o convenientes antes de un proceso de envejecimiento global y homogéneo al sufrido por otros países con un desarrollo más avanzado. Como desde una perspectiva económica, exponiendo los principales aspectos implicados en la

financiación del sistema y en garantizar su viabilidad y solvencia a futuro.

Todo ello sin olvidar dos perspectivas más, y sus correspondientes retos más relevantes, con las que se acaba de definir todo sistema de pensiones y su desarrollo futuro. Por un lado, una necesaria optimización de la gestión del sistema, para fortalecerlo y hacerlo más eficiente, y, por otro lado, aquellos aspectos necesarios para continuar con el desarrollo y potenciación del sistema, en definitiva, mejorarlo para lograr el fin último de conseguir más y mejores pensiones en República Dominicana.

10

MIRANDO AL FUTURO: A MODO DE CONCLUSIÓN

David Tuesta y Diego Valero

Diseñar un sistema de pensiones no es sencillo, y los caminos y recetas que existen en el mundo no son los mismos. Como parte de las transformaciones sociales a finales del siglo XIX, donde se tomaba conciencia a nivel Estado de la importancia de desarrollar sistemas de aseguramiento para una sociedad cada vez más urbanizada, diferentes generaciones fueron testigos de la expansión global de los sistemas de seguridad social donde el aseguramiento de falta de ingresos en la vejez era clave. Estos sistemas que se iniciaron fundamentalmente bajo el marco *bismarckiano* fueron, sin embargo, experimentando retos desde el ámbito demográfico y financiero que se empezaron a hacer evidentes hacia la segunda parte del 2021. En el mundo emergente, con limitadas bases institucionales, los problemas de informalidad en sus mercados laborales, se constituía en otra muralla que los sistemas pensionarios debían enfrentar.

Teniendo en cuenta este contexto, y los nuevos retos que se plantean en este siglo, el presente libro de “Prosperidad y Pensiones” ha buscado plantear a través de nueve capítulos un diagnóstico y receta amplia de políticas para la realidad de la República

Dominicana, partiendo de la perspectiva que una transformación de los sistemas debe nutrirse de las buenas prácticas internacionales y tomar en cuenta las consideraciones estructurales de la realidad. Al respecto, el sistema de pensiones en la República Dominicana ha venido transitando una reforma que lleva 20 años de haberse iniciado con resultados necesarios de ser revisitados con el fin de tener una mirada constructiva hacia el futuro que potencie lo bueno y refuerzo todo aquello que promueva un esquema más inclusivo donde los ciudadanos puedan reconocerlo como suyo, y como parte de un contrato social que requiere ser reforzado permanentemente.

El libro se organizó en diez secciones, donde en las primeras cuatro se abordó el problema de los sistemas de pensiones desde una perspectiva global-transversal, tomando como base los principios de un sistema, sus múltiples recetas y cómo se adaptan y requieren mejoras bajo diferentes realidades. Así, en el capítulo 2 se concluye que los cambios en la naturaleza del trabajo complejizan la labor de los sistemas de pensiones ilustrando la cada vez mayor convergencia entre las economías avanzadas y las que tienen más informalidad en esta problemática que requiere acciones que descansen en un mayor soporte del Estado vía impuestos generales. Pero señala claramente el autor que no se puede dejar de profundizar en acciones que hagan más eficientes las cotizaciones de los trabajadores bajo contrato en nómina, donde en muchos casos sus contribuciones son muy bajas y en los que un mayor soporte desde la economía conductual sería bastante apreciado.

Es justamente en el capítulo 3 donde se focaliza la problemática de aquellos que no participan en el mercado laboral formal, quienes no pueden participar activamente en los sistemas pensio-

narios. Luego de diagnosticar las fuentes distorsionantes y barreras que bloquean la inclusión de más problemas, el capítulo concluye en la necesidad de hacer un uso más intensivo de los desarrollos digitales y de la economía del comportamiento a través de plataformas que permitan solventar la falta de incentivos en la oferta y la demanda que impiden que el mercado se realice. Una plataforma adecuada que incentive a la participación brindándoles una “canasta de seguridad social” asequible que se adapte a sus necesidades, que muchas veces se ven sesgadas hacia el corto plazo. Por otro lado, la oferta también debe ser incentivada con la plataforma de manera tal que brinde la escalabilidad necesaria, dado que un mercado con partícipes de bajo nivel de ahorro requiere un volumen participativo bastante alto para hacerlo atractivo. De manera transversal, concluye el autor, se requiere incorporar herramientas de la economía conductual, donde la evidencia internacional es cada vez mayor.

La economía conductual se viene constituyendo en una pieza fundamental en el desarrollo de los sistemas de pensiones en este nuevo siglo. En el capítulo 4 se concluye a partir de la evidencia cuáles son los principios de la economía del comportamiento que se vienen desplegando y cómo se están insertando en los sistemas de pensiones. Se observó el éxito que estos han venido alcanzando para lograr más (y más saludables) procesos de aportes a la Seguridad Social en general y a las pensiones en particular. La clave, según se apreció en el capítulo, está en identificar y abordar los sesgos conductuales que nos apartan de una toma de decisiones racionales.

Es a partir del capítulo 5 cuando se pone el foco en la República Dominicana, donde los datos a la fecha muestran que el sistema de pensiones dominicano está en franco despliegue, mos-

trando mejoras sustanciales respecto a lo que existía antes de la reforma. Comparativamente respecto a Latinoamérica se aprecia que todavía tiene un camino de retos por recorrer, considerando que el país entró con rezago al proceso de reformas en la región. El capítulo aporta un análisis econométrico para valorar algunas de las preocupaciones de corto plazo, relacionadas a la baja participación contributiva y los costos de administración, concluyendo -o confirmando- su dependencia estadística del nivel de escala generado por la economía dominicana, por lo que se debiera esperar que el sistema mejore en tanto el país continúe avanzando en la senda de crecimiento económico, pues al final, los resultados de un sistema de pensiones en cualquier parte del mundo, son fiel reflejo de cómo funciona su economía. Así, a medida que el país continúe desplegando mayor crecimiento sostenible, y el sistema de cuentas individuales continúe agregando valor agregado relevante de mayores rentabilidades, el sistema continuará en su senda de mejora en el futuro cercano, y los indicadores deberán arribar a una situación de equilibrio más en línea con países más avanzados.

Un valor agregado clave en el sistema de pensiones es la maximización de rentabilidades ajustadas al riesgo, alcanzables bajo una diversificación adecuada de los portafolios de los recursos administrados. Es así como el capítulo 6 se elabora a partir de los principios financieros fundamentales para los planes de pensiones enfocados en la problemática de la República Dominicana. Concluye que en el caso del país hoy no es posible alcanzar una diversificación adecuada porque no se permiten las inversiones en el exterior y porque el mercado local no provee suficientes instrumentos de renta variable, lo que es clave para el ofrecimiento de multifondos que se adecúen al ciclo de vida. Además de recomendarse la mayor diversificación de la cartera, se recomienda revisar la normativa de

la garantía mínima de rentabilidad pues puede estar llevando a los gestores de los fondos a tomar posiciones pasivas y de corto plazo en detrimento de la rentabilidad e intereses de los afiliados. Asimismo, concluye en lo importante que sería para el sistema transcurrir de una regulación basada en límites de inversión a normas basadas en el inversor prudente y la administración de riesgos.

En una aproximación de largo plazo en el capítulo 7, mediante la construcción de un modelo de proyecciones actuariales, se concluyen que la transición de variables demográficas y económicas de la República Dominicana llevaron a que los resultados del sistema de pensiones se desviaran respecto a lo que se estimó originalmente. De hecho, ahora que se han realizado cambios paramétricos a partir de la reciente Ley 13-20, se pueden estimar mejoras sustanciales en las pensiones de los jubilados. Sin embargo, concluyen que el sistema tiene aún fallas que requieren apuntarse con una nueva reforma que incida en aumentos de las tasas de reemplazo, a partir del incremento de la edad de jubilación y aumentos de las aportaciones con técnicas de la economía del comportamiento.

Lo interesante de la reforma de pensiones en la República Dominicana del 2001 no es sólo la construcción de beneficios directos para los afiliados al sistema, sino también la generación de un beneficio amplio que recorre todo el aparato social y económico del país. En el capítulo 8, a través de diferentes estimaciones se muestra la mejora sustancial de un abanico amplio de variables económicas y sociales como consecuencia de la puesta en marcha de la reforma. Más inversión privada, más crecimiento económico, más empleo, más rentabilidades, menos pobreza y un país más equitativo es la consecuencia de contar con un sistema reformado y sólido.

Finalmente, el capítulo 9 presenta un conjunto de recomendaciones cuantificadas de una serie de modificaciones paramétricas y de gestión que permitiría elevar sustancialmente la participación y cobertura del sistema. Como se confirma durante diferentes capítulos del libro, la República Dominicana cuenta con un buen sistema, que de tomarse las decisiones de ajuste necesarias sería capaz de brindar muchísimo más a sus ciudadanos.

REFERENCIAS

Acemoglu, Daron, Simon Johnson y James A. Robinson (2005) "Institutions as a Fundamental Cause of Long Run Growth" en Handbook of Economic Growth, edited by Philippe Aghion y Stven Durlauf. Elsevier

Actuarial Association of Europe (AAE) (2014). "Survey of decumulation regimes". AAE. Noviembre

Adams, Richard (2002) "Economic growth, inequality and poverty: findings from a new data set. Policy Research Working Paper 2972, World Bank. February

Agravat, D. R., & Kaplelach, S. (2017) "Effect of demographic characteristics on micro-pension uptake among informal employees of Kenya ports authority". Journal of Business and Strategic Management, 2 (2).

Aghion, P. y Bolton, P. (1997). "A Theory of Trickle-down Growth and Development with Debt-overhang". Review of Economic Studies, Vol. 64, pp. 151-172.

Alesina, Alberto y Roberto Peroti (1995) "Fiscal expansion and fiscal adjustment in OECD countries" Economic Policy, Vol. 21 pp. 205-48

Allais, M. (1952). "Traité d'économie pure". Paris, Imprimerie Nationale, Vol 4, in-8°, 63.

Alonso, Javier, Rosario Sánchez y David Tuesta (2014) "Un modelo para el sistema de pensiones en el Perú". Estudios Económicos. Banco Central de Reserva del Perú

Alonso, Javier, Carmen Hoyo y David Tuesta (2015). "A model for the pension system in Mexico". Journal of Pension Economics and Finance 14 (1), 76-112.

Altamirano, Álvaro, Solange Berstein, Mariano Bosch, Manuel García Huitrón y María Laura Oliveri (2018) “Presente y futuro de las pensiones en América Latina”. Banco Interamericano de Desarrollo.

Ando, Albert y Franco Modigliani (1963) “The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests”. *American Economic Review* 53 55-84

Anand, R.; Mishra, S.; Peiris, S. (2013). *Inclusive Growth: Measurement and Determinants*. International Monetary Fund. 2013

Aportela, Fernando (1999) “Effects of Financial Access on Savings by Low-Income People”. Banco de Mexico Research Department.

Apoyo (2010) “Importancia del desarrollo del Sistema de pensiones en el Perú”. Mayo

Arellano, A.; Alonso, J. y D. Tuesta (2016). Pension Fund Investment in Infrastructure and Global Financial Regulation. En *Retirement System Risk Management: Implications of the New Regulatory Order*, Edited by O. Mitchell, R. Maurer and M. Orzag. Oxford University Press.

Arenas, Alberto (2019) “Los sistemas de pensiones en la encrucijada: desafíos para la sostenibilidad en América Latina”. Cepal.

Ashraf, N. et al . 2006 . Tying Odysseus to the mast: Evidence from a commitment savings product in the Philippines , *The Quarterly Journal of Economics*, vol . 121 , no 2

Ashraf N., Aycinena, C., Martinez, A. and Yang, D., (2010a). Remittances and the problem of control: A field experiment among migrants from El Salvador. Mimeo.

Ashraf, N., Karlan, D. and Yin, W., (2010b). Female empowerment: Further evidence from a commitment savings product in the Philippines. *World Development* 28 (3), 333-344.

Ayuso, M, M. Guillén y D. Valero (2017a). Productos para la etapa de retiro, alternativas y costes en Ideas para una Reforma de Pensiones, Eds D. Tuesta, A. Melguizo y L. Carranza. Universidad San Martín de Porres

Ayuso, M, M. Guillén y D. Valero (2017b). The role of complementary pensions en Public pension systems. The greatest economic challenge of the 21st century, Eds I.Dominguez y J.J. Alonso. Ed. Springer, en imprenta.

Banco Central de la República Dominicana (2020) “Documento metodológico y de aplicaciones correspondiente a las matrices insumo-producto de la República Dominicana” Santo Domingo, D.N. Febrero.

Bernal, Noelia, Angel Muñoz, Hugo Perea, Johana Tejada y David Tuesta (2008) “Una mirada al sistema de pensiones peruano”. Editorial Norma.

Banco Central de Reserva de la República Dominicana (2020) Estadísticas - <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2536-sector-monetario-y-financiero>

Banco Mundial (2020) “Datos de libre acceso del Banco Mundial” <https://datos.bancomundial.org>

Banerjee, Abhijit, and Andrew Newman, 1993. “Occupational Choice and the process of Development.” *Journal of Political Economy* 101: 274–98.

Banerjee, Abhijit y Esther Duflo (2007) “The Economic Lives of the Poor,” *Journal of Economic Perspectives*, 21, 141–67, 2007.

Banerjee, Abhijit y Esther Duflo (2011) “Poor economics: a radical rethinking of the way to fight global poverty” *Public Affairs*.

Banerjee, Abhijit y Sendhil Mullainathan (2010) “The shape of temptation: implication for the economic lives of the poor”. MIT. April

Barker, R. & I. Chiu (2017). *Corporate Governance and Investment Management: The Promises and Limitations of the New Financial Economy*. Edward Elgar Publishing.

Barr, Nicholas (1979), ‘Myths My Grandpa Taught Me’, *Three Banks Review*, No 124, December, pp. 27-55, reprinted in Nicholas Barr (ed.) *Economic Theory and the Welfare State*, Edward Elgar Library en *Critical Writings in Economics*, (Edward Elgar, 2001), Vol. II, pp. 83-111.

Barr, Nicholas (2000), ‘Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices’, Working Paper WP/00/139, Washington DC: International Monetary Fund.

Barr, Nicholas (2013), *The Pension System in Sweden*, Report to the Expert Group on Public Economics (ESO), 2013:7, Stockholm: Ministry of Finance, 2013, ISBN 978-91-38-24019-9 <http://eso.expertgrupp.se/wp-content/uploads/2013/08/Till-webben-ESO-2013-7.pdf>

Barr, Nicholas (2020), *The Economics of the Welfare State*, 6th edition, Oxford and New York: Oxford University Press.

Barr, Nicholas and Diamond, Peter (2008), *Reforming pensions: Principles and policy choices*, New York y Oxford: Oxford University Press.

Barr, N., & Diamond, P. (2009) "Reforming pensions: Principles, analytical errors and policy directions". *International Social Security Review*, 62(2), 5-29

Barr, Nicholas and Diamond, Peter (2010), *Pension Reform: A Short Guide*, New York y Oxford: Oxford University Press (en Español, *La reforma necesaria: El futuro las pensiones*, Madrid: El Hombre del Tres, 2012)

Barr, Nicholas and Diamond, Peter, (2017), 'Designing a default structure: Submission to the Inquiry into Superannuation: Assessing Efficiency and Competitiveness', Australia Productivity Commission, September.

Barr, Nicholas and Diamond, Peter, (2018), 'Response to *Superannuation: Assessing Efficiency and Competitiveness: Productivity Commission Draft Report*', Australia Productivity Commission, Submission DR154, July. 1.

Bhardwaj, Gautam, Parul Seth Khanna y David Tuesta (2020) "Pension inclusion for the poors" Working paper.

Beverly, S. G., & Sherraden, M. (1999) "Institutional determinants of saving: implications for low-income households and public policy. *Journal of Socio Economics*, 28(4), 457-73

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine (2007). "Finance, Inequality, and the Poor." *Journal of Economic Growth* 12: 27- 49.

Becker, G.S. (1976) "The Economic Approach to human Behavior". Chicago y Londres. The University of Chicago Press.

Becker, Gary y Casey Mulligan (1997) "The endogeneous determination of time preference". *Quarterly Journal of Economics*. 112 (3) 729-758.

Benartzi, Sholomo (2012) "Save more tomorrow" Penguin

Benartzi, S., A. Previtro y R.Thaler (2011), Annuitization Puzzle. *Journal of Economic Perspective*, Vol 25, 4, Otoño 2011, 143-164. Chicago

Benartzi, S. y Lewin, R. (2012). *Save more tomorrow*. Ed. Penguin.

Benartzi, S., J. Beshears, K.L. Milkman, C.R. Sunstein, R.H. Thaler, M. Shankar, W. Tucker-Ray, W.J. Congdon y S. Galing (2017) Should Governments invest more in nudging?, *Psychological Science*, vol 2800, 1041-1055

Bernoulli, D. (1738). "Specimen theoriae Novae de Mensura Sortis", *Comentarii Academiae Scientiae Imp. Petropolitanae*, V, 175-192.

Bikhchandani S, Sharma S (2000): Herd Behaviour in Financial Markets: A Review. IMF Institute Working Paper, wp/00/48.

BID-Banco Interamericano de Desarrollo (2020) “Base de Datos-Sistema de Información de Mercados Laborales y Seguridad Social” <https://www.iadb.org/es/sectores/inversion-social/sims/inicio>

Blake, D. y Boardman, T. (2010). “Spend more today: using behavioural economics to improve retirement expenditure decisions”. Discussion Paper PI-1014. The Pensions Institute. British Library.

Blake, D. (2014). The consequences of not having to buy an annuity. Pensions Institute Cass Business School City University, Discussion Paper PI-1409, June

Bosch, M., & Manacorda, M. (2012). Social policies and labor market outcomes in Latin America and the Caribbean: A review of the existing evidence

Bosch, Mariano, Ángel Melguizo y Carmen Pagés (2013) “Mejores pensiones, mejores trabajos” Banco Interamericano de Desarrollo

Boyete, Dominic, Owusu Boampong y Francis Enu-Kwesi (2019) “Effect of institutional mechanism on micropension saving among informal economy workers in the Greater Accra Region of Ghana” Mimeo.

Billig, Assia and Ménard, Jean-Claude (2018), ‘Measuring and reporting the actuarial obligations of the Canada Pension Plan’, *International Social Security Review*, Vol. 71, 3, pp. 49-71.

Bucheli, M., Forteza, A., & Rossi, I. (2010) “Work histories and the access to contributory pensions: The case of Uruguay”. *Journal of Pension Economics & Finance*, 9(3), 369-391.

Cámara, Noelia y David Tuesta (2015) “Factors that matter for financial inclusion: evidence from Peru” *Aestimation – The IEB International Journal of Finance* N° 9: 8-29

Canada Pension Plan Investment Board (2018), *2018 Annual Report*, https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2019/09/CPPIB_F2018_Annual_Report_English.pdf

Carrol, G.G., J.J. Choi, D. Laibson, B.C. Madrian y A. Metrick (2009). Optimal defaults and active decisions. *Quarterly Journal of Economics*, 124, 1639-1674

Chetty, R., J. Friedman, S. Leth-Petersen, T. Nielsen, and T. Olsen (2013) Active Vs. Passive Decisions and Crowd-Out in Retirement Savings Accounts: Evidence from Denmark. Harvard University Working Paper

Chipote, P., & Tsegaye, A. (2014). Determinants of household savings in South Africa: an econometric approach (1990-2011). *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 5(15),

Clancy, M., Han, C., Mason, L. L., & Sherraden, M. (2006). Inclusion in college savings plans: participation and saving in Maine's matching grant program. St. Louis, MO: Washington University, Center for Social Development

Collins, Daryl, Jonathan Morduch, Stuart Rutherford y Orland Ruthven (2009) "Portfolios of the poor: how the world's poor live on \$2 a day" Princeton University Press

Congreso Nacional (2020) Ley 13-20 de 7 de febrero que reforma Ley 87-01 <https://www.tss.gob.do/assets/ley13-20.pdf>

Consejo Monetario Centro Americano -web page <http://www.secmca.org>

Corbo, Vittorio. and Klaus Schmidt-Hebbel (2003). Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile. Seminario de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Duflo, Esther (2003), 'Grandmothers and Granddaughters: Old-Age Pensions and Intrahousehold Allocation in South Africa', *World Bank Economic Review*, vol. 17, No. 1, pp. 1-25.

Dupas, Pascaline y Jonathan Robinson (2010) "Saving constraints and preventive health investments in Kenya". UCLA

Dupas, P., and J. Robinson. 2009. "Savings Constraints and Microenterprise Development: Evidence from a Field Experiment in Kenya." National Bureau of Economic Research Working Paper 14693

ENCFT web - Encuesta Nacional Continua de Fuerza de Trabajo <https://bancentral.gov.do/a/d/2541-encuesta-continua-encft>

ENFT web - Encuesta Nacional de Fuerza de Trabajo <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2539-mercado-de-trabajo-enft>

Eyzaguirre, C. (2007). The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Peru. Banco Mundial, OECD y IFC.

Feldstein, Martin y Charles Horioka. 1980. "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal* 90 (358): 314–329

Federal Reserve Bank of St. Louis – web page <https://www.stlouisfed.org>

FIAP (2020-a) "Reversiones: mientras Europa avanza hacia la capitalización individual, en América Latina algunos proponen volver al reparto".

FIAP (2020-b) Base de datos. <https://www.fiapinternacional.org>

FIAP (2020). Límites de inversión por sector y tipo de instrumento - Diciembre 2020. Descargado el 4-8-20 de <https://www.fiapinternacional.org/publicaciones/serie-regulaciones-comparadas/>

Fishback, Price V., Haines, Michael R. and Kantor, Shawn (2007), 'Births, Deaths, and New Deal Relief during the Great Depression', *Review of Economics and Statistics*, 89 (1): 1–14, <https://doi.org/10.1162/rest.89.1.1>

Floro, M., & Meurs, M. (2013) "Global trends in women's access to decent work". *Dialogue on Globalisation. Occasional Papers*. Geneva: ILO.

Frey, Carl Benedikt (2019) "The technological trap: capital, labor, and power in the age of automation" Princeton University Press

Galor, Oded and Zeira Joseph (1993). "Income Distribution and Macroeconomics", *Review of Economics Studies*, 60, 35-56.

Gill, Indermit, Truman Packard y Juan Yermo (2005) "Keeping the promise of social security" The World Bank y Stanford University Press

Gopinath, Gita (2020). "The Great Lockdown through the global lens of the IMF" May 29th presentation, International Monetary Fund.

Goyal, M. (2010). Pension plans for the unorganized sector. India: Forbes India.

Gupta, Sanjeev, Benedict Clements, Emanuele Baldacci y Carlos Mulas-Granados (2002) "Expenditure composition, fiscal adjustment and growth in low-income countries". IMF Working Paper. WP/02/77

Hahnemann, Daniel (2011), *Thinking, Fast and Slow*, New York: Farrar, Straus and Giroux.

Harberger, Arnold C. (1993). "The Process of Economic Growth: A Vision for the 1990s. Paper presented at the Conference of the Argentine Bankers' Association (ADEBA)". University of California, Los Angeles.

Harberger, Arnold C. (1998). "A Vision of the Growth Process" *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 1, 1-32.

Hernández, Abraham, Galindo, Fernando and Salas, Fernanda (2017), Miles for Retirement, <http://www.actuaries.org/cancun2017/Papers/4.%20Hern%C3%83%C2%A1ndez,%20L%C3%83%C2%B3pez,%20Salas,%20Galindo.pdf>

Herrera, Carlos y David Tuesta (2014) "A long-term perspective for pension fund portfolios in Chile, Peru and Mexico" *The Journal of Investing*. Summer 2014, 23 (2) 74-91.

Holzmann, Robert, Palmer, Edward, Palacios, Robert, and Sacchi, Stefano (eds) (2019), *Progress and Challenges of Nonfinancial Defined Contribution Pension Schemes*, Volumes 1 and 2, Washington DC: The World Bank.

Hinz, Richard, Robert Holzmann, David Tuesta y Noriyuki Takayama (2012) "Matching contributions for pensions: a review of international experiences". World Bank.

Hoyo, Carmen y David Tuesta (2018) "Developing digital pension inclusion in Mexico" *Saving the Next Billion from Old Age Poverty*. Editado por Parul Seth Khanna, William Price y Gautam Bhardwaj.

Hu, Y., & Stewart, F. (2009). Pension coverage and informal sector workers: International experiences. *OECD Working papers on insurance and private pensions* (No. 31). Washington: OECD.

Ibbotson, Roger G., Thomas M. Idzorek, Paul D. Kaplan and James X. Xiong (2019) *Popularity: A Bridge between Classical and Behavioral Finance*. CFA Institute Research Foundation

Ideas42 (2015). Using Behavioral Science to Increase Retirement Savings: A new look at voluntary pension contributions in Mexico. Ideas42. Recuperado de https://www.ideas42.org/wp-content/uploads/2015/11/I42_571_MexicoPensionsReport_ENG_final_digital.pdf

IMF-International Monetary Fund- Data- Web page <https://data.imf.org/?sk=388dfa60-1d26-4ade-b505-a05a558d9a42>

ILO-International Labour Organization (2020) “Impact of lockdown measures on the informal economy”. ILO Brief.

Impavido, Gregorio, Alberto Musalem y Mario Catalan (2000) “Contractual Savings or Stock Market Development which lead? Policy Research Working Papers.

Impavido, Gregorio; Musalem, Alberto; Tressel, Thierry (2003). *The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets*. World Bank Policy Research Working Paper 2948. Washington DC, Estados Unidos.

Jäkel, Matthias (2006) “Pensionomics: on the role of PAYGO in pension portfolios” Springer.

Jiménez, Juan Carlos y Gina Mendieta (2018) “Hacia un proceso de optimización de la Ley 87-01, en materia de jubilaciones y pensiones del sistema de capitalización individual”. Informe Final Determinante de las Pensiones. Gobierno de la República Dominicana. Diciembre.

Kahneman, D. y Tversky, A. (1979). “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”. *Revista Econométrica*, vol 47, n° 2. 263-291, marzo.

Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Farrar, Straus and Giroux

Karlan, Dean (2014) “Savings by and for the poor: a research review and agenda” *The Review of the Income Wealth*. Series 60. Number 1, March.

Kuznets, Simon (1955) “Economic growth and income inequality” *The American Economic Review*. Vol.45. N° 1. March.

Kwena, R. M., & Turner, J. A. (2013). Extending pension and savings scheme coverage to the informal sector: Kenya’s mbao pension plan. *International Social Security Review*, 66(2), 79-99.

Levy, Santiago (2019), , *Informality: Addressing the Achilles Heel of social protection in Latin America*, WIDER Annual Lecture 23, <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/Publications/Annual-lecture/PDF/AL23-web.pdf>

Loayza, N. V. et al. (2012). Natural Disasters and Growth: Going Beyond the Averages. *World Development*, vol. 40, no. 7, pp. 1317–1336.

Loayza, Norman (2016) "Informality in the process of development and growth" Policy Research Working Paper 7858. World Bank.

Lusardi, Annamaria, and Olivia S. Mitchell (2014), "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence." *Journal of Economic Literature*, 52(1): 5-44.

Markowitz, Harry (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7, 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>

Matek, P. & M. Galic (2017). "The Impact of Minimum Return Guarantees on Management of Mandatory Pension Funds in Croatia," *Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver)*, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, vol. 67(4), pages 342-369, August.

McGill, D., Brown, K.N., Haley, J.J., Schieber, S. y Warshawsky, M.J. (2005). *Fundamentals of private pensions*. Oxford University Press. Oxford.

Mesa-Lago, C., Valero, D., Robles, E, y Lozano, M. (2017). Estudio de cobertura en pensiones de los trabajadores independientes y asalariados informales en los países AIOS. AIOS, noviembre. Recuperado de <http://www.aiosfp.org/wp-content/uploads/2018/04/ESTUDIO-DE-COBERTURA-AIOS.pdf>

MEPyD web - Ministerio de Economía, Planificación y Desarrollo <https://mepyd.gob.do/portadaend-4/>

Modigliani, Franco y Arun Muralidhar (2004) "Rethinking pension reform" Cambridge.

Modigliani, Franco. 1986. "Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations." *American Economic Review*, 76(3): 297-313.

Michel, José Manuel, Fidias Díaz y Paola Pérez (2015) "Crecimiento económico y productividad en República Dominicana" Banco Central de la República Dominicana

Milkman, Katy (2021) "How to change". Vermilion.

Mukherjee, A. (2014) "Micro pensions: Helping the poor save for old age". USA: The Wharton School, University of Pennsylvania

Munnell, Alicia H and Sass, Steven A (2013), 'New Brunswick's New Shared Risk Pension Plan', Issue brief No. 33, August, Chestnut Hill, MA: Center for Retirement at Boston College, http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2013/07/slp_33_508.pdf

National Institute of Economic and Social Research (2014) Employers' Pension Provision 2013. Research Report 881. Department for Work and Pensions. UK Government

Nava, Ashraf, Dean Karlan y Wesley Jin (2006) "Tying Odysseys to the mast: evidence from a commitment savings product in the Philippines" *Quarterly Journal of Economics* 121 (2) : 635-672

Nash, J.F. (1949). "Non-cooperative Games". *Annals of Mathematics*.

Njunge, P. M. (2013) "Gender and household saving behavior in Kenya. Research dissertation" Master of Arts in Economics, University of Nairobi, Kenya

North, Douglass (1989) "Institutions and Economic Growth: An Historical Introduction" en *World Development*. Volume 17, Issue 9. Pp. 1319-1332. Elsevier

O'Brien, C., Fenn, P. y Diakon, S. (2005). "¿How long do people expect to live? Results and implications?". Centre for Risk and Insurance Studies, Nottingham University Business School. CRIS Research Report 2005-1, March.

OECD (2012). *Pensions Outlook 2012*, OECD Publishing

OECD- Organization for Economic Co-operation and Development (2013) "Pensions at a glance: OECD and G20 indicators". Paris, France

OECD (2014), *Pensions Outlook 2014*, Paris: OECD.

OECD (2015). *Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds*.

OECD (2020). *Survey of investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers*. OECD. París, Francia.

OPS- Organización Panamericana de la Salud (2020) "Seguridad social en Centroamérica y República Dominicana: situación actual y desafíos" Editado por Organización Panamericana de la Salud, Organización Mundial de la Salud y CISSCAD. Washington, DC.

OIT- Organización Internacional del Trabajo (2010) "Situación actual y retos del sistema dominicano de pensiones" Centro Internacional de Formación y Gobierno de España.

ONE Web – Oficina Nacional de Estadística <https://www.one.gob.do/sociales/pobreza-asistencia-social-y-condiciones-de-vida/pobreza>

Packard, Truman, Gentilini, Ugo, Grosh, Margaret, O’Keefe, Philip, Palacios, Robert, Robalino, David, and Santos, Indhira (2019). *Protecting All: Risk-sharing for a Diverse and Diversifying World of Work*. World Bank, Washington DC, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32353?locale-attribute=en>

Palacios, Robert (2003) “Pension Reform in Dominican Republic” World Bank. Social Protection Discussion Paper Series.

Panis, S. (2004). “Annuities and retirement satisfaction”, en Mitchell, O. y Utkus, S. (eds). *Pensions design and structure: New lessons from behavioural finance*. Oxford University Press. Oxford.

Pensions Commission (2004). *Pensions: Challenges and Choices*. The First Report of the Pensions Commission. The Stationery Office (TSO)

Pensions Commission (2005). *A New Pension Settlement for the Twenty-First Century*

Ravallion, Martin (2004) “Pro-poor growth; a primer” Working Paper 3242. World Bank

Ravallion, Martin y Shaohua Chen (1997) “What can new survey data tell us about recent changes in distribution and poverty? *World Bank Economic Review*, 11 (2): 357-82

Robles, Edgar (2020). “Crecimiento de la productividad total de los factores en Costa Rica e inestabilidad macroeconómica”. *Revista de Ciencias Económicas*, Universidad de Costa Rica.

Rodrik, Dani (2007) *One economics, many recipes: globalization, institutions and economic growth*. Princeton University Press.

Rutherford, Stuart (2000) “The poor and their money” Oxford University Press, New Delhi

Rutherford, Stuart (2005) “What is Grameen II? Is it up and running in the field yet?”

Samuelson, Paul A. (1958), ‘An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money’, *Journal of Political Economy*, Dec., Vol. 66, No. 6, pp. 467-482.

Savage, L. J. (1954). “The Foundations of Statistics”. John Wiley and Sons Inc. University of Michigan, New York, 575-585.

Scott, Andrew y Lynda Scott (2020) "The new long life" Bloomsbury

Sethi-Iyengar S., Huberman, G., & Jiang, W. (2004), 'How Much Choice is Too Much? Contributions to 401(k) Retirement Plans', in Mitchell, O. S. & Utkus, S. (Eds.), *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance* (83-97). Oxford: Oxford University Press.

Shankar, Savita y Mukul Asher (2011) "Micropensiones en la India: problemas y desafíos" *Revista Internacional de Seguridad Social*. ISSA.

Schaner, Simone (2010) "Cost and convenience; the impact of ATM card provision on formal savings account use in Kenya" Working paper.

Schmidt-Hebbel, K. (2014). Does pension reform really spur productivity, saving and growth? Gerencia de Investigación Económica, Departamento Publicaciones (Vol. 33). Chile: Banco Central de Chile.

Schreiner, M., & Sherraden, M. (2007) "Can the poor save? Saving and asset building in individual development accounts". New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.

Simon, H.A. (1957). "Models of man". Social al Rational, New York, John Wiley and Sons Inc.

SIPEN (2011) en la Circular 77-11. http://www.sipen.gov.do/documentos/norm_circular_77-11.pdf

SIPEN- Superintendencia de Pensiones – página web. <http://www.sipen.gov.do/index.php/estadisticas/estadistica-previsional>

Sunstein, C. (2016). People prefer system 2 nudges (kind of). *Duke Law Journal*.

Superintendencia de Pensiones (2018). "El Sistema de Pensiones a 16 años de la reforma" Santo Domingo, enero de 2018.

Sura Asset Management (2013) "Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica: experiencias de Colombia, México, Chile y Perú".

The Second Report of the Pensions Commission. The Stationery Office (TSO)

Thaler, R. y C. Sunstein (2009). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press. New Haven & London

Thaler, R. y S. Benartzi (2004). Save more tomorrow™: Using behavioral economics to increase employee saving. *Journal of political Economy*, 112(S1), 164-S187.

Thaler, Richard H. (2015), *Misbehaving: The making of behavioural economics*, W. W. Norton.

Thaler, Richard H. and Sunstein, Cass R. (2008), *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press.

Tuesta, David (2015) "Infrastructure investment in Latin America: pension funds capital markets and financial regimes" World Bank. Cape Town. South Africa

Tuesta; David (2020) "Saving the next billion from old age poverty" Document prepared for RedPLAC – Inter-American Bank of Development. August.

Tuesta, David (2021) "Superando las barreras para el desarrollo de micropensiones". Proyecto Programa para una Sociedad Longeva. Fundación General de la Universidad de Salamanca y Fondo Europeo de Desarrollo Regional.

United Nations (2019) "World population prospects 2019" Department of Economics and Social Affairs.

UK Pensions Commission (2005), *A new pension settlement for the twenty-first century: Second report of the Pensions Commission*. London: The Stationery Office. <http://www.webarchive.org.uk/pan/16806/20070802/www.pensionscommission.org.uk/publications/2005/annrep/annrep-index.html>

UK Pensions Policy Institute (2014), *Risk Sharing Pension Plans: The Canadian Experience*, Briefing Note 69, <http://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/briefing-notes/briefing-note-69---risk-sharing-pension-plans-the-canadian-experience>

Valero, Diego (2015). Neuroeconomía y Economía del comportamiento de pensiones. Livro Técnico Congresso 2015, Associação Brasileira de Administradoras de Fondos de Pensiones (ABRAPP), Octubre

Valero, Diego (2019). 'Previsión social complementaria: un enfoque conductual', en Herce, J.A. (Ed), *Pensiones del futuro*, Instituto Santa Lucía. Madrid

Valero, Diego (2018). Hacia un nuevo paradigma en las pensiones de segundo pilar. *Actuarios*, nº 42, Primavera

Valero, Diego (2020). 'Economía del comportamiento en el ahorro a jubilación', en Rodríguez-Pardo, J.M. (Ed) *El envejecimiento como riesgo empresarial*. Wolters Kluwer.

Valero, Diego (2021) "Pensiones conductuales y sostenibilidad: una nueva forma de abordar el futuro". Revista Runamanta, N°1. Oficina de Normalización Previsional. Lima.

Valero, Diego, Mercedes Ayuso y Monserrat Guillen (2018). Gestión eficiente del ahorro tras la jubilación. XIII Premio Edad & Vida Higinio Ravenós. Fundación Edad&Vida, Septiembre.

Vicepresidencia de la República Dominicana (2018) "El sistema de pensiones de la República Dominicana desde la perspectiva de las políticas sociales". Observatorio de Políticas Sociales y Desarrollo, Año 2, N°9. Gabinete de Coordinación de Políticas Sociales

Vittas, Dimitri (1992). *Contractual Savings and Emerging Securities Markets*. World Bank Working Paper Series 858. Washington DC, Estados Unidos.

Von Neumann, J y O. Morgenstern (1949) *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University

World Bank (1994) "Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth". Washington DC. World Bank y Oxford University Press.

World Bank (2000). *Portfolio Limits: Pension Investment Restrictions Compromise Fund Performance*. World Bank Pension Reform Primer Series. World Bank, Washington, DC.

World Bank (2017), *The Evolution of the Canadian Pension Model: Practical Lessons for Building World-class Pension Organizations*, Washington DC: The World Bank, <http://documents1.worldbank.org/curated/en/780721510639698502/pdf/121375-The-Evolution-of-the-Canadian-Pension-Model-All-Pages-Final-Low-Res-9-10-2018.pdf>

Zweifel y Eisen (2012) "Insurance Economics" Springer.

Este libro

"PROSPERIDAD Y PENSIONES.

Reflexiones y perspectivas tras 20 años

de la reforma de pensiones en la República Dominicana"

de los autores: Nicholas Barr, Diego Valero, David Tuesta,

Edgar Robles, Jaime García, Manuel Lozano,

se terminó de imprimir en Editora Búho, Santo Domingo,
República Dominicana, en el mes de marzo del año 2022.