

La Polémica Reforma del Sistema de Pensiones en El Salvador

**El Debate del Lic. Orlando Martínez Orellana
y del Dr. Carmelo Mesa-Lago**



FRIEDRICH

C 99 - 03943 G

LA POLÉMICA REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES EN EL SALVADOR

**El Debate del Lic. Orlando Martínez Orellana
y del Dr. Carmelo Mesa-Lago**

C 99 - 03943



FUNDACIÓN FRIEDRICH EBERT

San Salvador, El Salvador
Junio de 1998

© Fundación Friedrich Ebert
Representación en El Salvador

Pje. Bella Vista No. 426
Colonia Escalón
San Salvador, El Salvador

Apartado Postal 1419
Centro de Gobierno
San Salvador

Tels. 263-4342 y 263-4347
Fax 263-4256

Diseño Gráfico y Digital: IMAGO / Verónica Vides
Ilustración de Portada: Verónica Vides

Primera edición: 100 ejemplares
Impreso en los Talleres de Imprenta Ricaldone
Junio 1998
San Salvador, El Salvador

**COMENTARIOS AL ESTUDIO
“EVALUACIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES
EN EL SALVADOR: Antecedentes, Objetivos y
Perspectivas”**

Lic. Orlando Martínez Orellana

Y

**RESPUESTA A LOS COMENTARIOS DE
ORLANDO MARTÍNEZ ORELLANA
SOBRE EL ESTUDIO DE LA FUNDACIÓN FRIEDRICH EBERT**

Dr. Carmelo Mesa-Lago

***Documento publicado a solicitud
de los referidos Consultores***

FUNDACIÓN FRIEDRICH EBERT

San Salvador
Junio de 1998

INDICE

Pág. No.

PRESENTACIÓN

i

PARTE I

COMENTARIOS AL ESTUDIO “EVALUACIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES EN EL SALVADOR: ANTECEDENTES, OBJETIVOS Y PERSPECTIVAS”, ELABORADO POR EL DR. CARMELO MESA-LAGO, FUNDACIÓN FRIEDRICH EBERT

Orlando Orellana Martínez, CEF de El Salvador

INTRODUCCIÓN

1

- I. COMENTARIOS A LAS CONCLUSIONES DEL DR. MESA-LAGO SOBRE LA INVERSIONES Y RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y EL IMPACTO EN EL MERCADO DE CAPITAL SALVADOREÑO

2

- II. COMENTARIOS A LA PROPUESTA DEL SISTEMA MIXTO DE PENSIONES

12

- III. ANEXO No. 1 : PRINCIPALES CITAS UTILIZADAS EN FORMA INCORRECTA, INCOMPLETA, O FUERA DE CONTEXTO POR EL DR. CARMELO MESA-LAGO EN “EVALUACIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES EN EL SALVADOR: ANTECEDENTES, OBJETIVOS Y PERSPECTIVAS”

19

PARTE II

RESPUESTA A LOS COMENTARIOS DE ORLANDO MARTINEZ ORELLANA SOBRE EL ESTUDIO DE LA FUNDACIÓN FRIEDRICH EBERT

Dr. Carmelo Mesa-Lago

29

- I. INTRODUCCIÓN

30

- II. EL OBJETIVO DEL INFORME DE MARTÍNEZ

32

- III. LA DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES POR INSTRUMENTO Y TIEMPO, Y EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN EL SALVADOR

33

- IV. RENTABILIDAD Y RIESGO DE LOS INSTRUMENTOS: DOS ENFOQUES DISTINTOS

37

- V. COMBINACIONES EFICIENTES E INEFICIENTES DE LA CARTERA DE INVERSIÓN

40

- VI. RECOMENDACIONES SOBRE RANGOS Y COTAS MÍNIMAS Y MÁXIMAS VERSUS LAS FIJADAS EN LA LEY

41

- VII. CONFLICTOS DE INTERÉS Y POTENCIAL RENDIMIENTO REAL DEL FONDO DE PENSIONES

44

- VIII. EL HUEVO O LA GALLINA: IMPACTO DE LA REFORMA DE PENSIONES EN EL MERCADO DE VALORES

46

- IX. TRES CRÍTICAS AL SISTEMA MIXTO PROPUESTO POR EL ESTUDIO DE LA FES

48

PRESENTACIÓN

El 3 de abril del presente año, la Fundación Friedrich Ebert hizo público el estudio “Evaluación de la Reforma de Pensiones en El Salvador: Antecedentes, Objetivos y Perspectivas”, elaborado por el Dr. Carmelo Mesa-Lago y el Lic. Fabio Durán.

Este documento fue elaborado a finales del año 1997 y comienzos de 1998, en el marco de un programa regional de apoyo a la modernización de los sistemas de seguridad social, en continuación de nuestras actividades en este campo en El Salvador iniciadas en 1994.

Como toda opinión, y sobre todo en un campo tan sensible como el de la seguridad social, los contenidos vertidos generan reacciones favorables y desfavorables. Esto es inevitable y al mismo tiempo saludable para la consolidación de la democracia. Vivimos en una época donde los paradigmas y modelos se mueven constantemente: nada se puede dar por concluido ni definitivo. Queda el principio de incertidumbre como una alerta que señala la necesidad de dejar una apertura para que entren otras apreciaciones, otras formas de mirar las cosas y otras alternativas de acción y solución, en el afán de sustentar sólidamente los cimientos de la democracia en El Salvador. Entendiéndose que esta democracia puede ser considerada plena sólo si todos los habitantes del país tienen igualdad de oportunidades y de trato para colmar sus aspiraciones, sobre todo, aquellas referidas a la protección básica que un Estado está obligado a proporcionar para garantizar un relevo generacional, sin que la dignidad y la calidad de vida de las personas relevadas del mercado laboral, se vean afectadas.

El país no puede dar por sentado de que el único “modelo viable” del régimen de pensiones es el chileno o privado. Tampoco se puede caer en la trampa de que “es mejor lo viejo conocido”, pues hay consenso de que no funcionaban las cosas como se quería. En el estudio promovido por la Fundación Friedrich Ebert se propone un modelo mixto para el Régimen de Pensiones. Es una vía a explorar y quizá no la única, pero que busca combinar lo mejor de las experiencias contemporáneas.

El Lic. Orlando Martínez Orellana, de CEF El Salvador, quien realizó en 1996 un estudio titulado “Análisis de las Inversiones de los Fondos de Pensiones Salvadoreños” para la Comisión Técnica para la Reforma al Sistema de Pensiones, nos pidió que publicáramos una respuesta al estudio elaborado por nuestros consultores, ya que considera que en el mencionado documento “se cita en forma incorrecta, incompleta o fuera de contexto muchos argumentos que expresó” en el estudio referido.

De igual manera, el Dr. Carmelo Mesa-Lago, a quien le hicimos llegar el documento del Lic. Martínez Orellana, preparó una respuesta al mismo que también publicamos.

¿Quién tiene la razón? Este no es el punto de debate. No dudamos de la capacidad ni las razones del Lic. Martínez Orellana y confiamos en el conocimiento y experiencia de nuestro consultor Dr. Carmelo Mesa-Lago. El punto de debate es la búsqueda de un sistema de pensiones y de seguridad social integral viable; un modelo propio que permita a todas y todos los salvadoreños sin excepción, un retiro digno cuando hayan terminado o cesado su actividad laboral en el mercado de trabajo. *El quid de la cuestión* no está en los detalles, pero sí creemos que está en las decisiones que se tomen en cuanto a la búsqueda de una estructura rentable, segura y solidaria para todas las personas: las que ya están pensionadas con sumas insuficientes, las que se retirarán este año y los próximos y que se encuentran en la incertidumbre frente a un nuevo modelo de privatización, y las nuevas generaciones que tendrán que pagar los costos de nuestros desaciertos o saludar nuestros aciertos.

San Salvador, junio de 1998

Berthold Leimbach
Representante en El Salvador
Responsable del Programa
Regional Seguridad Social

PARTE I

“COMENTARIOS AL ESTUDIO ‘EVALUACIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES EN EL SALVADOR: ANTECEDENTES, OBJETIVOS Y PERSPECTIVAS’, ELABORADO POR EL DR. CARMELO MESA-LAGO, FUNDACIÓN FRIEDRICH EBERT”

Lic. Orlando Martínez Orellana
CEF de El Salvador

San Salvador, 20 de abril de 1998

INTRODUCCIÓN

Este documento lo elaboré con el fin de aclarar mi posición con respecto al impacto de la reforma previsional sobre las inversiones y rentabilidad de los fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales salvadoreño, que expresé en el estudio "Análisis de las Inversiones de los Fondos de Pensiones Salvadoreños" que elaboré en 1996 para la comisión Técnica para la Reforma al Sistema de Pensiones.

El Dr. Mesa-Lago utilizando citas en forma incorrecta, incompleta o fuera de contexto de muchos argumentos que expresé en dicho estudio, concluye que el nuevo sistema de pensiones no generará ningún efecto positivo en términos de inversiones (objetivo #3).

Este documento consta de tres partes.

En la primera parte presento mis comentarios a las conclusiones del Dr. Carmelo Mesa-Lago del impacto de la reforma previsional sobre las inversiones, rentabilidad y mercado de capitales salvadoreño.

La segunda parte contiene algunos comentarios sobre la propuesta del Dr. Carmelo Mesa-Lago de implementar un sistema mixto de pensiones en El Salvador.

La última parte es un Anexo que incluye las principales citas utilizadas por el Dr. Carmelo Mesa-Lago en forma incorrecta, incompleta o fuera de contexto en su estudio "Evaluación de la Reforma de Pensiones en El Salvador: Antecedentes, Objetivos y Perspectivas".

I. COMENTARIO A LAS CONCLUSIONES DEL DR. MESA-LAGO SOBRE LAS INVERSIONES Y RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y EL IMPACTO EN EL MERCADO DE CAPITALES SALVADOREÑO

1. En términos generales, el Dr. Carmelo Mesa-Lago considera que es muy dudoso que se materialicen los objetivos de la reforma previsional en términos de inversiones, rentabilidad y de mercado de capitales, porque no se cumplen las 5 premisas que, según él, recomienda la Superintendencia de AFPs de Chile que deben existir cuando se instaura un sistema de capitalización plena individual como el chileno y salvadoreño:

- un mercado de capitales suficientemente desarrollado
- Bolsas e intermediarios de valores
- alternativas suficientes para la inversión de los cuantiosos recursos que acumulan los fondos de pensiones
- una Superintendencia de Valores y Seguros
- una industria de seguros de vida

El Dr. Mesa-Lago indica que "ninguna de estas premisas existían en El Salvador al tiempo de promulgarse la Ley de reforma previsional, y la inmensa mayoría tampoco funciona hoy" (Mesa-Lago, Página 38).

COMENTARIO:

Esto NO ES CIERTO. La Bolsa de Valores tiene más de cinco años de funcionamiento, existen cerca de 20 casas corredoras de bolsa y 14 compañías de seguros que operan en el mercado de vida (2 de ellas totalmente especializadas), y actualmente existe una

Superintendencia de Valores y de Seguros.

Los puntos en discusión son si existen "suficientes" alternativas para la inversión de los cuantiosos recursos que acumulan los fondos de pensiones y si el mercado de capitales salvadoreño está lo "suficientemente" desarrollado. A continuación verificaré la situación de estas premisas en Chile antes o durante los primeros años de la reforma:

i) Si en Chile existían "suficientes" alternativas para invertir los cuantiosos recursos que acumulan los fondos de pensiones: ¿Por qué durante el primer año de operación del sistema (1981) el 62% de los US\$ 272 millones que constituían el fondo de pensiones se invirtieron en depósitos a plazo en el sistema financiero? ¿Por qué en el sexto año de operaciones del sistema (1986) el 46.6% del fondo de pensiones estaba invertido en títulos estatales?

La respuesta es que no existían "suficientes" alternativas de inversión para los fondos de pensiones chilenos, porque en 1983 estalló una crisis financiera de magnitudes similares a la de México (caída de términos de intercambio, nulo acceso al crédito internacional, aumento rápido de las tasas de interés y fuerte devaluación del peso) que provocó la quiebra de importantes empresas que

estaban endeudadas en moneda extranjera y la intervención de bancos que tenían una cartera altamente concentrada con créditos relacionados al mismo grupo económico. La reestructuración del sistema financiero tardó más de 5 años (de 1982 a 1987).

Otra explicación podría ser que durante el primer año de operación, las AFPs chilenas estaban más preocupadas con el proceso de afiliación y organización interna de la empresa, que en analizar minuciosamente las alternativas de inversión, por lo que era más conveniente invertir en los papeles o con menor riesgo. Todo proceso nuevo tiene su propia curva de aprendizaje y la reforma previsional no es la excepción.

ii) El Dr. Mesa Lago argumenta que el mercado de capitales chileno estaba "suficientemente" desarrollado porque la Bolsa de Comercio de Santiago tenía 90 años de funcionamiento. Si esto es cierto ¿Por qué hasta el sexto año de operación del sistema se invirtió por primera vez en acciones de sociedades anónimas inscritas en la bolsa de valores (el 3.8% del fondo de pensiones)? ¿Por qué hasta el décimo año de la reforma (1991) aparecen en el mercado de capitales chileno los fondos de inversión (mobiliarios, inmobiliarios, de activos securitizados y de capital del riesgo)? ¿Por qué hasta el año 1992 el Banco Central de Chile emitió por primera vez valores a 10, 12, 15 y 20 años plazo?

Mi respuesta es porque POSEER UN

MERCADO DE CAPITALES DESARROLLADO (INSTITUCIONES E INSTRUMENTOS) Y DIVERSAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN NO ES UN PRERREQUISITO PARA INSTAURAR UN SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL, SINO QUE MÁS BIEN UN RESULTADO DEL ÉXITO DEL SISTEMA.

Obviamente, se requieren sólidas instituciones financieras en operación (bancos, compañías de seguro, bolsa de valores y casas corredoras); instrumentos básicos de inversión; y adecuados marcos regulatorios sobre valores y seguros.

2. El Dr. Mesa-Lago concluye que el nuevo sistema previsional salvadoreño "probablemente generará escasos recursos para el financiamiento de actividades reproductivas" (Página 42).

Las premisas que utilizó para llegar a las conclusiones anteriores son:

- "La Ley permite invertir hasta 80% y 100% en instrumentos de deuda (sólo cero a 20% en instrumentos de capital) con una enorme concentración en títulos públicos y el FSV (hasta 85%)". En otros países los límites máximos legales para títulos públicos son: 100% en Bolivia y México sólo durante el primer año de operaciones, 100% en Uruguay, 50% en Chile y Argentina, 40% en Perú. (Mesa-Lago, Página 36).
- "Debido al alto coto máximo fijado legalmente en El Salvador para invertir los fondos de las AFPs en títulos públicos de deuda, así como su exención de la clasificación de riesgos (obligatoria para todos los otros

instrumentos), es lógico esperar que habrá una alta concentración en títulos públicos y que el gobierno tendrá gran poder para determinar su rentabilidad" (Mesa-Lago, Página 37).

- "Por otra parte un 30% de la inversión de las AFPs en el primer año debe colocarse obligatoriamente en emisiones del FSV" (Mesa-Lago, Página 37).
- "El sector privado (bonos, acciones, certificados de depósito bancario-financiero, obligaciones negociables, certificados en fondos de inversión) tendrá acceso probablemente a sólo 15% del fondo de pensiones y competirá por dichos recursos, sometido a la obligatoria clasificación de riesgos" (Mesa-Lago, Páginas 37 y 38).

COMENTARIO:

Esto es INCORRECTO por las siguientes razones:

- En el artículo 91 de la Ley SAP se establecen los rangos dentro de los cuales la Comisión de Riesgo deberá fijar los límites MÁXIMOS para la inversión de los fondos de pensiones por instrumento, los cuales aparecerán en el Reglamento de Inversiones.*

Las AFPs NO ESTÁN OBLIGADAS A INVERTIR las cotas máximas de los rangos del artículo 91 de la Ley SAP, ni los límites máximos que establezca la Comisión de Riesgo en el Reglamento. Cada AFP decidirá invertir el fondo de pensiones según lo establezca su política de inversiones, la cual deberá estar de acuerdo con los límites legales.

La ÚNICA EXCEPCIÓN corresponde al régimen transitorio de inversiones para financiar vivienda, que OBLIGA a las AFPs invertir en el primer año de operación del sistema como MÍNIMO un 30% del fondo de pensiones en instrumentos hipotecarios emitidos por el Fondo Social para la Vivienda CUANDO LAS CANTIDADES DISPONIBLES DE DICHOS INSTRUMENTOS LO PERMITAN (artículo 223 de la Ley SAP). Este porcentaje se reduce gradualmente a 10% en el décimo quinto año de operación del sistema y luego desaparece.

Ejemplo: Si la Comisión de Riesgo fija el límite máximo para títulos estatales excluyendo FSV (a,b,c,d) en 50%, ya que el artículo 91 le permite establecer ese límite entre 0 y 60% (hasta 60%). Esto no significa que las AFPs estén obligadas a invertir el 50% del fondo de pensiones en títulos públicos. Igualmente válido es que una AFP a) no invierta el fondo de pensiones en títulos públicos; b) invierta el 10% del fondo; o c) invierta el 50%. Lo que la normativa establece en este caso hipotético es que ninguna AFP puede tener invertido más del 50% del fondo de pensiones en títulos públicos.

- La Ley SAP NO FAVORECE la inversión del fondo de pensiones en TÍTULOS ESTATALES O DE INSTITUCIONES FINANCIERAS porque los rangos establecidos en el artículo 91 permiten por igual establecer portafolios "concentrados" en títulos estatales, en títulos de empresas privadas no financieras o en títulos de instituciones financieras.*

Los rangos por instrumento como porcentaje del fondo de pensiones son:

Títulos de Instituciones Estatales

a) Dirección General de Tesorería	Entre 20 - 30%
b) Banco Central de Reserva	Entre 20 - 30%
c) Empresas Estatales	Entre 5 - 10%
d) Banco Multisectorial de Inversiones	Entre 20 - 30%
La suma de a), b), c), y d)	Hasta 60%

Títulos de Empresas Privadas No Financieras

e) Obligaciones negociables de sociedades nacionales	Entre 30 - 40%
f) Acciones y bonos convertibles de soc. Nacionales	Entre 0 - 20%
g) Certificados de fondos de inversión nacionales	Entre 0 - 20%
j) Otros instrumentos de oferta pública	Entre 0 - 10%
La suma de e), f), g), y j)	Hasta 60%

Títulos de Instituciones Financieras

h) Depósitos y valores de Bancos y Financieras	Entre 30 - 40%
i) Instrumentos hipotecarios para financiar vivienda incluyendo los del FSV	Entre 30 - 40%
Fondo Social para la Vivienda	Hasta 25%

Ejemplo: Si la Comisión de Riesgo fija los límites máximos por instrumento igual a la cota (coto o margen) superior de los rangos anteriores (como establece el Dr. Mesa-Lago en su conclusión del 85% en títulos estatales y del FSV), igualmente válido es que una AFP invierta en el primer año de operación:

a) 30% del fondo de pensiones en títulos del FSV (en forma obligatoria), 60% en títulos estatales (a,b,c,d) en forma voluntaria y el restante 10% en depósitos a plazo fijo en bancos comerciales;

b) 10% del fondo de pensiones en títulos del FSV (si no hay disponible suficientes títulos del FSV para cumplir con el 30% obligatorio, 60% en instrumentos de empresas privadas no financieras (e,f,g,j) y el restante 30% en depósitos a plazo fijo en bancos comerciales; o

c) 30% del fondo de pensiones en títulos del FSV (en forma voluntaria), 10% en instrumentos hipotecarios para financiar vivienda excluyendo FSV, 40% depósitos a plazo fijo en bancos comerciales, y el restante 20% en acciones de sociedades nacionales.

En el primer caso, la AFP invirtió lo máximo permitido por la ley en títulos estatales (a,b,c,d) y del FSV, en el segundo caso lo máximo permitido en títulos de empresas privadas no financieras (e,f,g,j), y en el tercero lo máximo permitido en instrumentos de empresas financieras (h,i).

iii) El que se exceptúe a los valores del Banco Central de Reserva y la Dirección de Tesorería de clasificación "nacional" de riesgo no significa que las AFPs no podrán evaluar la capacidad crediticia de los emisores públicos y privados en igualdad de condiciones.

La Ley SAP no excluye de clasificación de riesgo a los valores del Banco Multisectorial de Inversiones, Fondos Social para la Vivienda, empresas públicas e instituciones oficiales autónomas.

La clasificación "nacional" de riesgo de los instrumentos de deuda evalúa la calidad crediticia del emisor o riesgo de impago. Es decir, indica la probabilidad de que el emisor pague el interés y el principal en las condiciones en que se había pactado en el contrato de deuda.

Debido a que técnicamente el Gobierno Central y el Banco Central no pueden "quebrar" las clasificadoras le asignan a sus valores de muy corto plazo el menor riesgo crediticio de la clasificación (AAA). Los emisores privados nacionales, por lo general, pueden aspirar a tener el riesgo crediticio del estado, ya que si el fisco no puede honrar sus compromisos es

porque el país entero está sumido en una profunda crisis económica y los emisores privados no son inmunes a ella (ellos sí pueden quebrar).

La "limitante" anterior se supera en la medida que El Salvador tiene clasificación de riesgo soberano de Moody's (Baa3-Grado de Inversión), Standard&Poors (BB) y Duff&Phelps (BB). Esta clasificación evalúa la consistencia y lo apropiado que es la política económica del país, el grado de estabilidad política y la capacidad que tiene el país de "honrar" su deuda externa.

iv) No es cierto como concluye el Dr. Mesa-Lago que el sector privado tendrá acceso únicamente al 15% del fondo de pensiones.

En el peor de todos los casos (cuando haya suficientes títulos del FSV para que las AFPs estén obligadas a invertir el 30% del fondo en dichos títulos) y los límites máximos por instrumento sean iguales a las cotas superiores de los rangos establecidos en el artículo 91 de la Ley SAP, las AFPs PODRÁN INVERTIR HASTA 70% DEL FONDO DE PENSIONES EN TÍTULOS PRIVADOS (60% DE EMPRESAS NO FINANCIERAS Y 10% DE FINANCIERAS).

v) Debido a que la Ley SAP no restringe la inversión del fondo de pensiones en valores de emisores privados generará recursos para financiar rentables e innovadores proyectos de inversión del sector privado que apoyarán el crecimiento económico y el desarrollo del país.

COMENTARIO:

3. El Dr. Mesa-Lago concluye que el nuevo sistema de pensiones salvadoreño “colocará los fondos de pensiones en instrumentos de alto riesgo y baja rentabilidad” (Página 42).

Las premisas que utilizó para llegar a las conclusiones anteriores son:

- “Los ejercicios hechos por el experto demostraron que cuando mayor es la proporción de los títulos públicos en la cartera (por ejemplo 50%), menor es la rentabilidad y más alto el riesgo de ésta; por el contrario, cuando menor es la participación de dichos títulos públicos (por ejemplo 17%), mayor es la rentabilidad y menor el riesgo de la cartera. Por todo ello el experto concluyó que <<El incremento de la participación de los títulos valores estatales en los portafolios de inversión, provoca portafolios ineficientes (con menor rendimiento y mayor riesgo)...>> (págs. 114-118)” (Mesa-Lago, Página 35).
- Debido a “la enorme concentración en títulos públicos y el FSV” ... “la rentabilidad general del fondo de pensiones vendrá básicamente determinada, por tanto, por dos tipos de instrumentos: títulos públicos y emisiones del FSV (que también son públicas)” (Mesa-Lago, Páginas 36 y 37).

- i) ***La primera premisa corresponde a los resultados que obtuve con información financiera del año 1995. En esa oportunidad, los títulos públicos estaban representados únicamente por los Certificados de Estabilización Monetaria del BCR que fueron sustituidos por los Certificados de Administración Monetaria.***

No puedo afirmar o negar que los mismos resultados se podrían obtener al utilizar información más reciente (período 1995-98) o al incorporar el resto de títulos públicos presentes en la ley (LETES, valores del BMI, empresas públicas, instituciones oficiales autónomas y FSV).

Si después de considerar los aspectos anteriores, al invertir más del 25% del fondo de pensiones en títulos públicos aparecen carteras de inversión ineficientes (menor rentabilidad y mayor riesgo), la política de inversiones de las AFPs debería considerar un bajo porcentaje para los títulos públicos aunque la Comisión de Riesgo fije los mayores límites máximos posibles por la ley.

Las AFPs NO ESTÁN OBLIGADAS a construir carteras de inversión de “BAJA” rentabilidad y “ALTO” riesgo porque, la Ley del SAP NO LAS PUEDE OBLIGAR a invertir un determinado porcentaje de títulos públicos, excepto el 30% de valores del FSV en el primer año de operación.

Una AFP en particular tiene CLAROS INCENTIVOS ECONÓMICOS para no construir carteras de inversión de baja rentabilidad, porque si obtiene sistemáticamente rendimientos mayores que la competencia, podrán atraer un mayor número de afiliados para obtener mayores beneficios corporativos (comisión x salario del afiliado x # afiliado).

ii) La rentabilidad general del fondo no vendrá determinada únicamente por los títulos públicos y las emisiones del FSV por lo que se explicó anteriormente.

4. El Dr. Mesa-Lago concluye que el nuevo sistema de pensiones salvadoreño "tiene como meta una tasa de rentabilidad muy baja (un tercio de la chilena y un cuarto de la argentina)" (Página 42), porque:

- "En la entrevista en la Superintendencia de Pensiones, el Consultor indagó cuál era la rentabilidad que se proyectaba para el fondo y se contestó que la meta es un 4% real. Esta parece indicar que" ... "el gobierno ha decidido pagar una rentabilidad baja, pues 4% es un rendimiento promedio anual considerablemente inferior a" ... "6.7% en Colombia en 1995-96; 7.1% en Perú en 1993-96; 12.2% en Chile en 1981-96; y 16.2% en Argentina en 1994-96" ... "Pero si esto ocurre, ello implicará que el nivel de las pensiones por fuerza tendrá que ser bajo"(Mesa-Lago, Página 37).

COMENTARIO:

La Superintendencia de Pensiones puede establecer como supuesto de trabajo, para realizar sus cálculos actuariales, una meta de rentabilidad real del 4% anual. Es decir, 4% por encima de la tasa de inflación anual. Sin embargo, la rentabilidad efectiva anual del fondo de pensiones puede ser distinta al 4% (mayor o menor).

Debido a que actualmente en el mercado de capitales no existen títulos indexados a la inflación, la futura rentabilidad real del fondo de pensiones dependerá de: i) la tasa de inflación futura; y ii) la rentabilidad nominal de los títulos de deuda, patrimonio e híbridos en que se puedan invertir los fondos de pensiones.

Si el BCR mantiene la inflación entre 2 - 5%, ayudaría bastante a obtener atractivas tasas de rentabilidad real. Por el contrario, si la inflación futura alcanza los niveles máximos históricos de 32% anual de 1986, para obtener un rendimiento real de 4% se deberían obtener rendimientos nominales del 36%. Esto no resulta imposible con un esquema de tasas de interés libres, pero si existieran controles lo más probable es que se obtendrían rendimientos negativos.

De mantenerse en el futuro, la rentabilidad real que ofrecieron los instrumentos del sistema financiero en promedio durante el período Enero 1995 - Diciembre 1997, se podría duplicar fácilmente la meta de la Superintendencia de Pensiones de 4% real únicamente con títulos de deuda.

**Rendimientos Reales Promedio Anual de
Instrumentos del Sistema Financiero**

Instrumentos	1995-1997	1997
Depósito a Plazo Fijo 30 días	4.9%	6.8%
Depósito a Plazo Fijo 180 días	4.9%	7.0%
Certificado de Depósito para la Vivienda	5.4%	7.7%
Certificado de Inversión	7.3%	9.0%

Fuente: *Elaboración propia en base a Tasas de Interés Promedio Ponderado Mensuales y la Inflación Punto a Punto Mensual publicadas por el BCR $r = (1+i)/(1+p) - 1$ donde:*
r=tasa real, i=tasa nominal, y p= inflación.

Al incluir acciones en las carteras de inversión de los fondos de pensiones debería aumentar la rentabilidad real, ya que al ser más riesgosas que los títulos de deuda deberían ofrecer en el largo plazo rentabilidades mayores. En todo caso, la rentabilidad futura de los instrumentos de deuda y de patrimonio en que se puede invertir el fondo de pensiones dependerá de las perspectivas de crecimiento de las empresas que los emiten y de la situación macroeconómica y política del país.

5. El Dr. Mesa-Lago concluye que con la reforma previsional vigente "será extremadamente difícil de lograr ... la promoción de nuevos instrumentos financieros y mecanismos de inversión" y "no tendrá un efecto directo sobre el desarrollo del mercado de capitales". (Dr. Mesa-Lago, Páginas 42-43) porque:

- "La única evidencia existente hasta ahora sobre este supuesto es fundamentalmente negativa. Un análisis econométrico para Chile en el periodo 1981-95, conducido por un ex-funcionario del Fondo Monetario Internacional y publicado por este último, arriba a las tres conclusiones siguientes: (a) el sistema de pensiones chileno ha contribuido a hacer los mercados financieros más líquidos y sofisticados; (b) no hay evidencia sólida de que dicho sistema haya ampliado la competitividad y la asignación de riesgos en dichos mercados; y (c) no existe prueba fehaciente de que el establecimiento del sistema haya sido un factor decisivo o siquiera un componente importante en el desarrollo de dichos mercados (Holzmann 1996)" (Mesa-Lago, Página 43).

COMENTARIO:

- i) Las conclusiones del Sr. Holzmann es una opinión del impacto de la reforma previsional sobre el mercado de capitales chileno.

Con motivo de celebrar los 100 años de la Bolsa de Comercio de Santiago, su Presidente, el Sr. Pablo Irarrázabal señaló que "aunque la Bolsa cumple 100 años, es indudablemente en la última década cuando más cambios ha experimentado, esto en todo orden de cosas: desde los montos y volúmenes que transa y la variedad de instrumentos con que trabaja, hasta la sofisticación en el manejo de la infor-

mación, accesible hoy no sólo a los grandes inversionistas, sino que al público común y corriente" (El Mercurio, Noviembre de 1993).

Por su parte, el Gerente General de la Bolsa, el Sr. Enrique Goldfarb, señaló que "la irrupción en el mercado de los Fondos de Pensiones, a comienzo de los '80, demandó todo un sistema tecnológico de apoyo que diera confianza, transparencia y agilidad a las transacciones, necesidad que se acrecentó con la venta de empresas públicas, que masivamente se hizo en la Bolsa, a mediados de la misma década y luego con el ingreso de los fondos de inversión de capital extranjero". (Idem).

Evolución del Mercado Accionario en Chile (Millones de US\$)

	1984	1985	1986	1988	1990	1992
Montos transados	56	80	449	870	919	2,062
Capitalización Bursátil	2,977	3,220	6,157	9,417	16,086	29,660
# Accionistas	371,778	435,389	478,628	571,688	569,956	596,381
Compañías Registradas	208	215	215	203	215	244
P/E	4.0	4.6	5.7	4.9	11.1	14.3

Fuente: El Mercurio, Edición Especial 100 años de la Bolsa Comercio, Noviembre 1993

En una entrevista realizada al Intendente de Valores de Chile, Sr. Daniel Yarur, se le preguntó a qué se debía el mayor interés de las empresas chilenas por abrirse a la bolsa. Su respuesta fue "fundamentalmente, porque nuestro mercado ha experimentado cambios estructurales importantes en los últimos años, producto -en otros factores- de la incidencia de los inversionistas

institucionales, tales como los fondos de pensiones, fondos de inversión de capital extranjero, fondos mutuos y compañías de seguro, lo que en buena medida explica el hecho de que las razones precio-utilidad de las sociedades que cotizan en bolsa hayan pasado de un índice histórico de cinco a seis niveles de 14 y 15 hoy día". (Crece y Crece el mercado de Valores, El Mercurio, Marzo de 1993).

En El Salvador la reforma previsional aún antes de iniciar operaciones ya ha provocado importantes cambios en el mercado de capitales: i) se promulgó la Ley del Mercado de Valores, ii) se creó la Superintendencia de Valores, iii) comienza a discutirse la necesidad de la autonomía del BCR del Gobierno Central y del Sector Privado, iv) se introduce en el lenguaje de la población el concepto de riesgo de las inversiones financieras, v) se regula mejor la información que deben entregar los emisores de títulos al mercado, etc.

En el futuro se espera que las AFPs y las compañías de seguros de vida, activarán un importante poder comprador de instrumentos de largo plazo para neutralizar los riesgos de inversión del fondo pensiones y de la administración de rentas vitalicias (reinversión de flujos y fluctuación de mercado).

Esto permitirá financiar proyectos de inversión de largo plazo con recursos de largo plazo como: la adquisición de viviendas de particulares, la reconversión productiva del país, la

construcción de obras de infraestructura económica (telecomunicaciones y energía eléctrica en el corto plazo, la red vial y puertos en mediano plazo), etc. (Para un mayor detalle ver Capítulo II del estudio "Análisis de las Inversiones de los Fondos de Pensiones Salvadoreños", Martínez Orellana, 1996).

Las AFPs y las compañías de seguros (actuando como inversionistas institucionales) y las clasificadoras de riesgo (actuando como entes reguladores privados), producirán abundante información financiera y de alta calidad para evaluar profesionalmente la conveniencia económica de realizar determinadas inversiones y sus riesgos implícitos. Esto producirá una asignación más eficiente de los escasos recursos del país hacia inversiones productivas y de mayor impacto en el crecimiento económico.

Por lo tanto, la reforma previsional no sólo tendrá un impacto directo en el mercado de capitales salvadoreño, sino que también promoverá nuevos instrumentos financieros y mecanismos de inversión.

II. COMENTARIOS A LA PROPUESTA DEL SISTEMA MIXTO DE PENSIONES

El Dr. Mesa-Lago propone como alternativa al sistema de capitalización individual un sistema mixto de tres componentes que operan en forma simultánea:

- i) un componente público de protección básica, que implica reestructurar administrativamente el ISSS y el INPEP y "racionalizar" sus programas;
- ii) un componente privado de capitalización individual, al que se afiliarán "obligadamente" todas las mujeres con menos de 50 años de edad y todos los hombres con menos de 55 años; y
- iii) un componente privado voluntario para satisfacer las iniciativas individuales de ahorro voluntario. (Mesa-Lago, Páginas 108-109).

COMENTARIOS:

1. **La propuesta del sistema mixto del Dr. Mesa-Lago NO INCLUYE NINGUNA REFORMA al mercado de capitales salvadoreño.**

Significa esto que: ¿Ya no es necesario que el mercado de capitales salvadoreño esté "suficientemente" desarrollado para que los fondos de pensiones logren los objetivos en términos de inversión y rentabilidad? ¿Qué pasó con la necesidad de contar con "suficientes" alternativas para la inversión de los cuantiosos recursos que acumulan los fondos de pensiones?

2. **La propuesta del Dr. Mesa-Lago incluye "eliminar el requisito de giro exclusivo de las AFPs, es decir, pueden participar en calidad de administradoras de fondos de pensiones entidades financieras acreditadas como tales por la Superintendencia de Pensiones y reguladas estrictamente por esta entidad" para garantizar una mayor participación de AFPs en el mercado y reducir los costos administrativos del sistema privado (Mesa-Lago, Página 112).**

Esto resulta inaceptable desde todo punto de vista económico y financiero, porque genera grandes incentivos a "confundir" la administración del fondo de pensiones con la administración de la institución financiera de giro múltiple.

No es por gusto que este conflicto de interés está fuertemente regulado en la Ley SAP: i) el artículo 55 inhabilita a "directores, funcionarios o empleados de cualquier otra Institución Administradora, bancos, financieras, casas corredoras de bolsa, bolsa de valores y sociedades de seguro" para ser directores y administradores de una AFP; y ii) el artículo 99 prohíbe a las AFPs invertir los recursos del fondo de pensiones que administren "en valores emitidos o garantizados por ellas mismas o por sus filiales, ni por personas jurídicas relacionadas directa o indirectamente con la propiedad o administración de la respectiva Institución Administradora".

Las justificaciones de esta propuesta del Dr. Mesa-Lago presentan dos problemas conceptuales:

- i) **El número de empresas en un mercado no determina necesariamente el grado de competencia del mismo, a excepción del monopolio.**

Actualmente se discute si 6 administradores de fondos de pensiones (5 AFPs y el sistema público) es un número alto o bajo para que el mercado previsional salvadoreño sea competitivo. Además, todos asumen que a mediano plazo quedarán únicamente 2 ó 3 administradores y la estructura del mercado será oligopólica.

La palabra oligopolio, desde el punto de vista semántico, quiere decir "pocas empresas", pero desde el punto de vista económico significa "pocas o muchas" empresas que tienen un "acuerdo de fijar precios (cantidades) mayores (menores) a los que establecería el mercado si no hubiera acuerdo.

Si no hay acuerdo y las "pocas empresas" compiten entre sí, los precios y las cantidades que se establecen serán un reflejo de un mercado competitivo. Por otra parte, si hay "muchas empresas" y tienen un acuerdo de precios y/o cantidades, éstos serán un reflejo de una estructura de mercado no competitiva.

Ejemplo: No se puede definir al mercado mundial de las "colas" como duopolio únicamente porque la Coca-Cola y la Pepsi-Cola en conjunto tienen la mayor participación del

mercado, cuando ambas empresas compiten ferozmente en cada plaza por ser la número uno. Por otro lado, aunque son "varios" los países que conformen la OPEP y es claro que existe un acuerdo de producción diario, no se puede concluir que la estructura del mercado petrolero sea competitiva.

- ii) **Resulta incorrecto concluir que el costo administrativo del sistema de capitalización individual es mayor que el costo del sistema de prima escalonada cuando los beneficios de ambos sistemas son diferentes.**

Es obvio que el costo administrativo del sistema de capitalización individual es mayor que el costo del sistema de prima escalonada, porque ofrece más servicios al afiliado. Pregunto:

- **¿Cuándo han visto a un agente previsional del ISSS o INPEP convenciendo a la gente que deben afiliarse a los programas públicos?**
- **¿Cuántas oficinas de atención al cliente tiene el ISSS o INPEP para aclarar las dudas de sus afiliados?**
- **¿Cuándo el ISSS o INPEP ha informado a sus afiliados la política de inversiones, la composición de la cartera de inversiones y la rentabilidad del Fondo de Pensiones que administran?**
- **¿Cuándo el ISSS o INPEP han comunicado por escrito a cada uno de los afiliados todos los movimientos del Fondo de Pensiones que administran? ¿Con qué periodicidad lo han hecho?**

- *¿Qué han hecho los administradores del ISSS o INPEP para obtener una rentabilidad adecuada del Fondo de Pensiones? ¿Qué han hecho para velar por la seguridad, liquidez y diversificación del riesgo del Fondo de Pensiones? ¿Pudieron hacer algo en el pasado para evitar que el Gobierno Central les obligará comprar valores que sistemáticamente ofrecieron tasas de interés real negativas?*
- *¿Quién ha supervisado y fiscalizado al ISSS o INPEP?*
- *¿Cuántos afiliados al sistema público de pensiones conocen al día de hoy su historial salarial (el valor de los aportes del empleado y del empleador al programa IVM)? ¿Alguna vez el ISSS o INPEP han manejado información a tiempo real?*
- *¿Qué ha hecho el ISSS o INPEP para recuperar las cotizaciones adeudadas al sistema público de pensiones? ¿Alguna vez ha notificado el ISSS o INPEP a sus afiliados que su empleador no ha entregado todavía los descuentos que le ha realizado por IVM?*
- *¿Cuánto tiempo se tarda en promedio el ISSS o INPEP para otorgar una pensión a sus afiliados?, etc.*

Si es cierto que en economía no hay almuerzo gratis, las AFPs deben asignar más recursos (humanos y materiales) y de mejor calidad para ofrecer estos beneficios; por lo tanto,

su costo administrativo es mayor que el de los sistemas públicos.

3. *La propuesta del Dr. Mesa-Lago del sistema mixto responde más a la necesidad de "reducir" el costo fiscal de la quiebra del antiguo sistema de pensiones, que a lograr un mayor bienestar para los trabajadores del nuevo sistema.*

El Dr. Mesa-Lago concluye que los programas del ISSS y el INPEP tal como venían funcionando hasta 1996 tienen sus días contados: i) en 1996 los ingresos por cuotas ya eran inferiores a los gastos totales, ii) en 1999 los ingresos totales del sistema público serán insuficientes para cubrir los compromisos contraídos y en el 2040 el déficit será de casi 6,000 millones de colones; y iii) de honrarse los compromisos contraídos en las condiciones actuales, la reserva técnica que existía en 1996 de 3,064 millones de colones se agotaría en el 2010, mientras que en 2040 sería negativa en 85,500 millones de colones. (Mesa-Lago, Cuadro de Página 120).

Estos datos indican que es IMPOS-TERGABLE la reforma del sistema público de pensiones. En base a las estimaciones del Dr. Mesa-Lago, el valor de los compromisos contraídos por el Estado salvadoreño con los actuales afiliados al sistema de pensiones del ISSS y el INPEP es de casi 43,000 millones de colones de 1998:

**Compromisos contraídos por el Estado Salvadoreño con
los actuales afiliados al ISSS y el INPEP**

	Valor en Millones Colones de 1998
Pensiones en Curso de Pago 1998 (a)	11,801
Déficit nuevo Sistema Pensiones Público (b)	7,252
Certificado de Traspaso (c)	23,597
Total	42,650

Fuente: Mesa-Lago, Tabla 1, Página 105

(a) corresponden a los compromisos ya contraídos con 73,343 pensionados

(b) corresponden a los compromisos ya contraídos con los afiliados que se jubilarán con los beneficios de los programas del ISSS y el INPEP

(c) corresponden a los compromisos ya contraídos con los 424,000 afiliados que se estima se pasarán al sistema de capitalización individual.

Si el Estado salvadoreño **DECIDE HONRAR SUS COMPROMISOS YA CONTRAÍDOS**, las cifras anteriores son **COSTOS INEVITABLES**. Lo único que se puede hacer es preguntar ¿cuál fue su origen?: i) los sistemas de pensiones de tasa escalonada como el del ISSS y el INPEP incuban el germen de su propia destrucción: los beneficios (pensiones) no están ligados a los aportes de los afiliados (cotizaciones); ii) la descapitalización que le ocasionó el Gobierno Central durante la década de los 80's cuando obligó al ISSS a comprarle bonos que ofrecieron rendimientos reales negativos; y iii) ineficiencias administrativas del ISSS e INPEP, etc.

El Dr. Mesa-Lago estima que de establecerse un sistema de capitalización

individual el costo será de 64,489 millones de colones. Sin embargo, de esta cifra sólo se podrían evitar 21,839 millones de colones que corresponden a los nuevos compromisos que adquirirá el Estado en el nuevo sistema para cubrir la pensión mínima de los trabajadores de bajos ingresos.

Por otro lado, el Dr. Mesa-Lago recomienda establecer el sistema mixto que "no causa presiones inoportunas sobre las condiciones fiscales del país" (Página 109). La pregunta de los varios millones de colones es: ¿QUÉ HIZO EL DR. MESA-LAGO LOS 42,650 MILLONES DE COLONES QUE EL ESTADO DEBE A LOS ACTUALES AFILIADOS AL ISSS Y EL INPEP?

Si es cierto de que en ECONOMÍA NO HAY ALMUERZO GRATIS, ALGUIEN LOS DEBE PAGAR. Mi respuesta es que los pagaremos todos los salvadoreños, de la misma forma que pagamos la quiebra de la banca nacionalizada, la reforma agraria y una nacionalización del comercio exterior que no funcionó, la guerra y los acuerdos de paz. NO EXISTE LA ALQUIMIA ECONÓMICA.

En el esquema mixto del Dr. Mesa-Lago, los 42,650 millones de colones se pagan de dos formas:

i) una parte la asumen los actuales y futuros afiliados al ISSS y el INPEP mediante el ajuste de las edades mínimas de retiro, las tasas de cotización, las tasas de reemplazo (tasas de beneficio), y la PÉRDIDA DE LIBERTAD PARA ELEGIR (entre quedarse en el sistema público o traspasarse a las AFPs, decidir cuándo jubilarse, etc.); y

ii) la mayor parte trasladando en el tiempo el costo de quiebra del sistema antiguo, ya que el componente público del sistema mixto NO ESTÁ INMUNIZADO CONTRA EL GERMEN DE SU PROPIA DESTRUCCIÓN: PENSIONES QUE NO ESTÁN LIGADAS A LAS COTIZACIONES.

La valorización actuarial del sistema mixto indica que "du-

rante el período 2035-2040, los gastos superarían los ingresos por cuotas, pero todavía los fondos de reserva serían suficientes para generar un rendimiento que garantiza el equilibrio financiero entre ingresos y gastos" (Mesa-Lago, Texto y Cuadro de Página 119).

Esto significa que a partir del período 2035-2040 el sistema mixto estaría en una situación parecida a la del sistema público sin reformar en 1996: los ingresos por cuotas no cubren los gastos totales. (Comparar Cuadro de Página 119 con el Cuadro de la Página 120, Mesa-Lago):

Si la película es la misma, las siguientes escenas son: los ingresos totales no alcanzan a cubrir los gastos totales, comienzan a reducirse las reservas técnicas y finalmente quiebra el sistema. Esto puede ocurrir incluso ANTES del 2060 si los supuestos utilizados por el Dr. Mesa-Lago en la valoración actuarial son "optimistas" o DESPUÉS si son "pesimistas".

Hay 3 formas de evitar lo anterior:

h) "Racionalizar" continuamente los programas del componente público. Esto significa aumentar otra vez la edad del retiro y/o la tasa de cotización o reducir la tasa de reemplazo (porcentaje que representa la pensión del salario básico regulador).

Esta racionalización no puede ser al infinito, porque llegará el día en que los "parámetros de ajuste" alcanzarán su límite demográfico (edad de retiro igual a la esperanza de vida al momento de jubilarse) y económico (tasa de cotización igual al salario percibido o tasa de reemplazo igual a cero).

La necesidad de reformar profundamente el componente público llegará antes del escenario anterior: cuando la tasa de cotización sea una carga significativa del salario de los trabajadores y cuando la edad de retiro alcance los 65 ó 70 años. Este escenario intermedio fue el que experimentaron los chilenos.

- ii) *El Estado salvadoreño DECIDE NO HONRAR MÁS SUS COMPROMISOS CON LOS AFILIADOS AL ISSS Y EL INPEP porque el déficit previsional alcanza proporciones significativas del Presupuesto Nacional.*

Por ejemplo, los 1,436 millones de colones en el 2020 ó los 6,022 millones en el 2040 que aparecen en las proyecciones de los programas de pensiones públicos sin reformar del Dr. Mesa-Lago (Cuadro Página 120).

Este escenario fue el que experimentaron los pensionados argentinos en 1992, aún con Domingo Cavallo como ministro de finanzas que no es populista, y los obligó a reformar su sistema dentro de un contexto fiscal

complicado (para cerrar el déficit fiscal tuvieron que aumentar el IVA hasta 21%, despidieron una gran cantidad de empleados públicos, privatizaron muchas empresas públicas deficitarias, etc.). Sino pregunten ¿a qué se debe la gran "popularidad" de Carlos Menem dentro de los pensionados?

- iii) *Acelerar el traslado de los beneficios que se reciben del sistema público al componente de ahorro privado obligatorio del sistema mixto (Ver Estrategia de Transición Estructural, Mesa-Lago, Páginas 109-110).*

Esto significa reemplazar el sistema público de pensiones por uno de capitalización plena individual como está considerado en la reforma previsional vigente. La pregunta de los varios millones de colones es: ¿POR QUÉ DEJAR PARA MAÑANA ALGO QUE SE PUEDE HACER HOY?

Hacerlo hoy tiene las siguientes ventajas:

- HOY se conoce en forma aproximada el costo de los compromisos contraídos por el Estado con los afiliados al ISSS e INPEP, MAÑANA (antes o después del 2060) el costo fiscal podría ser el doble o el triple;*
- HOY la situación fiscal no es complicada (aunque el déficit es del 2% del PIB), MAÑANA ¿Quién sabe?;*

- **HOY** la reforma vigente plantea que a partir de 1998 el Ministerio de Hacienda deberá considerar un porcentaje del Presupuesto General para constituir un fondo de amortización que permita honrar los compromisos contraídos con los afiliados al ISSS e INPEP (0.5% de 1998-2000, 1% de 2001-2010, y 1.5% a partir del 2011), **MAÑANA** ¿A saber?
- **HOY** podemos ser solidarios con las futuras generaciones para desactivar un problema fiscal y ofrecer un sistema de pensiones que apoyará el desarrollo económico del país, **MAÑANA** nuestros hijos o nietos sólo podrán quejarse de la irresponsabilidad de sus padres y/o abuelos por no hacer nada por resolver los problemas del país cuando era menos complicado y más barato hacerlo.

ANEXO No. 1

PRINCIPALES CITAS UTILIZADAS EN FORMA INCORRECTA, INCOMPLETA, O FUERA DE CONTEXTO POR EL DR. CARMELO MESA-LAGO EN "EVALUACIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES EN EL SALVADOR: ANTECEDENTES, OBJETIVOS Y PERSPECTIVAS"

1. El experto realizó tres operaciones: " ... (c) recomendó cotos (mínimos y máximos) óptimos a cada instrumento basado en sus pesos relativos en cuanto a rentabilidad y riesgo financiero" (Mesa-Lago, Página 34).

No he recomendado cotos ÓPTIMOS por cada instrumento, porque para ello es necesario construir el portafolio de mercado de la economía salvadoreña (que incluye todos los activos financieros y reales riesgosos) y combinarlo con el instrumento libre de riesgo para replicar la actitud frente al riesgo que la autoridad desea establecer en la Ley SAP. Con la información disponible esto resulta prácticamente imposible, por lo que me limité a construir varios portafolios con distintos porcentajes de inversión por tipo de instrumento y presentar algunas reflexiones que se concretan en una propuesta de los rangos dentro de los cuales se podrían fijar los límites máximos de inversión del fondo de pensiones por instrumento.

"En base a las conclusiones obtenidas en el capítulo III y a los posibles escenarios sobre el apareamiento de los nuevos instrumentos financieros en el mercado de capitales salvadoreño, a continuación se presentan algunas reflexiones sobre el tratamiento de los límites de inversión del fondo de pensiones:" (Martínez Orellana, Página 120).

2. El "experto consideró que los CEM tienen

problemas de credibilidad debido a pasadas conductas del gobierno que generaron inflación: <<Prueba de ello es que el Gobierno Central obligó al ISSS y al Sistema Financiero a comprar bonos en términos nominales, los que después de un fuerte proceso inflacionario perdieron significativamente su capacidad de compra>>" (Mesa-Lago, Página 135).

No le he atribuido a los CEM problemas de credibilidad debido a pasadas conductas del Gobierno que generaron inflación porque no existían en la década de los 80's cuando se dieron dichas conductas". Los CEM comenzaron a transarse a partir de 1992. Lo que he manifestado es que al invertir en CEM (ahora CAM) se debe evaluar si el gobierno de turno es responsable en la conducción económica del país, es decir si tiene un compromiso con la estabilidad macroeconómica en general y la estabilidad de precios en particular. Los gobiernos populistas que no creen que existen restricciones financieras para el gasto público y financian los déficits fiscales "estructurales" con títulos públicos a tasa de interés nominal fija o con emisión de dinero (o papeles del Banco Central) presentan un alto riesgo moral de generar inflación para reducir el valor real de sus deudas o compromisos financieros.

Lo que indiqué con relación a los principales riesgos financieros de los CEM fue:

“ Debido a los resguardos mantenidos en el proceso de compra-venta y la existencia de depósito central de valores, los CEM presentan un bajísimo riesgo contractual (compra de papeles falsos).

Cuatro años de práctica bursátil han demostrado que el riesgo de iliquidez de los CEM es bajísimo.

El riesgo de impago de los CEM es nulo, porque técnicamente el Banco Central de Reserva no puede quebrar. En todo caso, por ley las pérdidas del BCR son asumidas por el Gobierno Central.

Sin embargo, como se indicará a continuación, resulta más relevante evaluar el riesgo moral de generar inflación por parte de la misma autoridad económica.

***Riesgo Inflación**

Al igual que los depósitos a plazo, el riesgo inflación está presente en los CEM de plazos superiores.

El riesgo inflación depende de la responsabilidad adquirida por el gobierno de turno en la conducción económica del país. Gobiernos irresponsables como los de la década de los 80's tuvieron fuertes incentivos para licuar sus deudas por medio de la inflación” (Martínez Orellana, Página 34).

“Prueba de ello es que el Gobierno Central obligó al Instituto Salvadoreño del Seguro Social y al Sistema Financiero a comprar bonos en términos nominales, los que después de un fuerte proceso inflacionario perdieron significativamente su capacidad de compra.

Sin embargo, la generación sistemática de inflación por parte de las autoridades monetarias para licuar sus deudas, generan problemas de credibilidad en los agentes que son difíciles de recuperar a no ser que se incorpore la inflación esperada en la tasa de interés nominal” (Martínez Orellana, Página 36).

3. Con respecto a los títulos emitidos por la Dirección General de Tesorería (LETES) “el experto los evaluó negativamente, ya que los inversionistas los <<castigan>>, pues consideran que <<el gobierno es mal pagador>> y debido a <<la triste experiencia de bonos de reforma agraria que llegaron a cotizarse al 30% de su valor par>>, por lo cual tienen una bajísima participación en la Bolsa (pág. 39)” (Mesa-Lago, Página 35).

No he utilizado el calificativo de “negativo” respecto a las LETES. Mi trabajo NO consistió en calificar de positivo o negativo cada instrumento, sino que se limitó a presentar sus principales características y riesgos financieros. Respecto a las LETES, indiqué en 1996 que sus principales riesgos financieros eran el de impago y de iliquidez. Conviene tener presente que la actitud frente al riesgo de cada inversionista es un subjetivo, ya que está basado en sus preferencias individuales. Los inversionistas pueden ser adversos, neutrales o preferentes al riesgo. Esto se traduce en términos concretos que para algunos inversionistas es “demasiado riesgoso” tener su dinero en el banco y lo prefieren tener debajo del colchón, otros consideran que es “muy riesgoso” comprar acciones de empresas privatizadas (bancos, distribuidoras eléctricas, ingenios, etc.) y prefieren tener su dinero en depósitos a plazo fijo en el banco, etc.

Lo que indiqué con relación a los principales riesgos financieros de las LETES fue:

"Las LETES, al igual que los CEM, presentan un bajísimo riesgo contractual (compra de papeles falsos). Debido a que el plazo de las LETES emitidas es muy corto, el riesgo inflación es menor.

Sin embargo, las percepciones del mercado le imponen los siguientes riesgos:

*** Riesgo de Impago**

Los inversionistas salvadoreños le atribuyen al Gobierno Central la cualidad de "mala paga", aunque técnicamente no puede quebrar.

A pesar de que, detrás de la solvencia de los CEM está en última instancia la capacidad de pago del Gobierno Central, el mercado castiga las LETES en relación a los CEM.

La triste experiencia de los bonos de la reforma agraria que se llegaron a cotizar hasta 30% del valor par y la existencia de la cláusula de prepago anticipado pueden ser algunas razones por las cuales los inversionistas no se sientan cómodos con las LETES.

*** Riesgo de Ilquidez**

Debido a la imputación de algún grado de riesgo de impago, las LETES presentan una menor liquidez que los CEM" (Martínez Orellana, Páginas 37 y 39).

4. "Comparando el Banco Central de Chile con el BCR salvadoreño, el experto caracterizó al primero por su <<fuerte independencia del gobierno central así como del sector privado>>, pero no fue igual su juicio sobre el BCR pues si bien éste "ha hecho esfuerzos por incrementar su independencia", <<todavía le falta un buen trecho por recorrer>>. El experto explicó que puede surgir un conflicto de intereses entre la política monetaria del

gobierno y la decisión de las AFP's de invertir o no en títulos públicos (como CEM y LETES). <<El Estado no puede ser juez y parte>>, o sea no debe fijar cotos y ser a su vez emisor de instrumentos financieros adquiridos por las AFP's, porque esto puede llevar a generar subsidios del fondo de pensiones hacia el gobierno (págs. 120, 163-164)" (Mesa-Lago, Página 35).

El conflicto de interés que puede surgir en el ejercicio de las funciones del Banco Central de actuar simultáneamente como el ÚNICO encargado de fijar los límites máximos de inversión por tipo de instrumento (JUEZ) y emisor de instrumentos financieros que serán adquiridos por los fondos de pensiones (PARTE) como sucede en Chile (Martínez Orellana, Página 121), se REDUCIRÁ: 1) al aprobarse las reformas presentadas a principios de 1998 a la Asamblea Legislativa para otorgar al BCR una mayor independencia del gobierno central y el sector privado nacional; y 2) al crearse una Comisión de Riesgo que fijará los límites máximos por instrumento dentro de los rangos establecidos en la Ley SAP, la cual será presidida y apoyada técnicamente por la Superintendencia de Pensiones y estará integrada además por los Superintendentes de Valores, del Sistema Financiero y por el Presidente del Banco Central de Reserva.

La comparación que realicé entre el grado de independencia del Banco Central de Chile y El Salvador del Gobierno Central fue para apoyar la creación de la Comisión de Límites que es parecida a la Comisión de Riesgo descrita en el artículo 89 de la Ley del SAP (Martínez Orellana, Página 120).

5. Refiriéndose a los títulos públicos cita: “Por último, el experto afirmó que este tipo de inversión ni es reproductiva ni promueve el desarrollo económico y social, ya que es para financiar el déficit fiscal o ejercer control monetario, que nada tienen que ver con aquellos objetivos. <<Si con el nuevo sistema de pensiones privado se desea dejar atrás los vicios del sistema público, no se pueden cometer los mismos errores>> (págs. 122-123).

Por todo lo explicado anteriormente, el experto recomendó una baja concentración de la inversión en títulos públicos (los cuatro instrumentos listados en el Cuadro 11) y fijó su rango entre cero y un máximo de 25%. No sólo el gobierno desechó dicha recomendación y fijó un rango entre 20% y 65%, sino que además el último párrafo del artículo 91 de la Ley exceptuó de la clasificación de riesgos, por la Comisión correspondiente, a los valores emitidos por la Dirección General de Tesorería (LETES) y por el BCR (CEM)” (Mesa-Lago, Página 35).

Reafirmo, como lo señaló el Dr. Mesa-Lago, que recomendé un rango entre 0-25% para los instrumentos de deuda del sector público por las siguientes razones:

- i) En base a la información histórica recopilada para 1995 las “simulaciones realizadas generaban un portafolio con menor rendimiento y mayor riesgo que el portafolio básico que incluía un 25% en instrumentos estatales” (Martínez Orellana, Página 122, más detalle en Página 118);

- ii) “Los instrumentos estatales están diseñados para el control monetario o para financiar déficits transitorios de Tesorería que muy poco tienen que ver con el objetivo” de “asignar más eficientemente el ahorro nacional hacia inversiones productivas que promuevan un mayor desarrollo económico y social”. (Martínez Orellana, Página 122); y

- iii) La “experiencia de la década de los 80’s cuando se obligaba o sugería a los bancos y a las instituciones previsionales (ISSS) que comprarán títulos del estado en condiciones muy inferiores a las de mercado.” (Martínez Orellana, Página 122). El “Gobierno Central financió sus déficits de carácter estructural con los recursos del ISSS, entregando a cambio bonos que perdieron rápidamente su valor real con las inflaciones futuras” (Martínez Orellana, Página 123). Las instituciones previsionales trasladaron estas pérdidas a sus cotizantes a través de “menores pensiones, alargamiento de plazos para jubilación, etc.” (Martínez Orellana, Página 123).

“Si con el nuevo sistema de pensiones se desea dejar atrás los vicios del sistema público, no se pueden cometer los mismos errores. Una forma de evitarlo es no depender de personas en la administración del BCR y el Gobierno Central, sino que de bajos límites a la inversión en instrumentos estatales” (Martínez Orellana, Página 123).

Además, deseo aclarar que los títulos del Banco Multisectorial de Inversiones y del Fondo Social para la Vivienda, aunque son instrumentos estatales, no están diseñados para el control monetario o para financiar déficits transitorios de Tesorería y no los consideré dentro del rango de 0-25% para establecer el límite máximo de inversión.

6. "A los certificados de depósitos emitidos y garantizados por bancos y financieras, la Ley les ha fijado" un rango "entre 30% y 40%, pero el experto subió el coto máximo al 100%, debido a la escasez de instrumentos rentables y de bajo riesgo durante los primeros años de operación del nuevo sistema" (Mesa-Lago, Página 36).

No he afirmado que durante los primeros años de operación del nuevo sistema habrá ESCASEZ DE INSTRUMENTOS RENTABLES Y DE BAJO RIESGO. Lo que manifesté respecto de los instrumentos de deuda fue:

"Considerando que actualmente" (1996) "más del 95% de los títulos transados en el mercado primario y secundario formal son representativos de deuda, que el país no tiene experiencia previa en la valoración, compra-venta y percepción del riesgo financiero que implica las inversiones en acciones e instrumentos híbridos, es plausible que en los primeros años de operación del sistema previsional privado, los recursos del fondo de pensiones se inviertan casi exclusivamente en títulos de deuda" (Martínez Orellana, Página 121).

"Esto implica en términos de límites máximos que se debe escoger entre:

- Establecer las cotas superiores de los límites máximos en inversiones en títulos-valores representativos de deuda con bajo riesgo en 100% del valor total del fondo, o
- Escoger un régimen transitorio de excepción para los primeros años de operación del sistema, que permita invertir los recursos del fondo según la disponibilidad de instrumentos financieros.

La ventaja de la primera opción es que los límites máximos se podrían reducir en función de cómo evoluciona el mercado de capitales salvadoreño, siempre y cuando los inversionistas no consideren demasiado traumático dichos cambios.

La desventaja de la segunda opción está en que las administradoras puedan pedir constantemente prórroga para recomponer sus carteras de inversión y así evitar eventuales pérdidas de capital por la compra o venta de determinados instrumentos de deuda" (Martínez Orellana, Página 122).

Respecto de los depósitos de instituciones financieras manifesté:

"La cota superior" de 100% "se establece en función de la escasez de papeles que podría existir en los primeros años de operación del sistema previsional privado que se explicó anteriormente" (Martínez Orellana, Página 123).

Respecto de los títulos emitidos o garantizados por instituciones financieras (certificados de inversión, etc.) indiqué:

"El aumento de la cota inferior con relación a los depósitos a plazo fijo" de 25% a 30% "se fundamentó en el mayor plazo de estos instrumentos. Los CI de instituciones financieras, con vencimiento de hasta 5 años, constituyen los papeles más largos del mercado de capitales salvadoreño" (Martínez Orellana, Página 123).

"La cota superior de 100% se puede justificar para los primeros años de operación del sistema de pensiones. Sin embargo, a mediano plazo se debería reducir hasta niveles del 30-50% para evitar que la inversión en papeles de estas instituciones inhiban el apareamiento de otros intermediarios e instrumentos financieros" (Martínez Orellana, Página 124).

7. "El sector privado (bonos, acciones, certificados de depósito bancario-financiero, obligaciones negociables, certificados en fondos de inversión) tendrá acceso probablemente a sólo 15% del fondo de pensiones y competirá por dichos recursos, sometido a la obligatoria clasificación de riesgos. Es oportuno recordar la advertencia de Martínez Orellana, en cuanto a que la inversión en títulos públicos ni es reproductiva ni facilita el desarrollo económico y social" (Mesa-Lago, Páginas 37 y 38)

La explicación respecto de los títulos públicos de esta cita se encuentran en 5.

8. "El informe del experto contratado por la Comisión para la Reforma al Sistema de Pensiones, entregado en junio de 1996, después de hacer un análisis minucioso de los instrumentos disponibles en los mercados de capitales y valores en El Salvador, también ratifica la conclusión

que no están desarrollados (Martínez Orellana, 1996). En contraste, el experto apunta que cuando se creó el nuevo sistema de pensiones en Chile, la Bolsa de Valores llevaba 90 años de funcionamiento (pág. 126)" (Mesa-Lago, Página 39).

Reafirmo, como lo indica el Dr. Mesa-Lago, que manifesté en 1996 que el mercado de capitales y valores (donde se transan bonos y acciones) salvadoreño es incipiente y que la Bolsa de Comercio de Santiago tenía cerca de 90 años de existencia al quinto año de operación del sistema de pensiones chileno (1985), ya que fue fundada en noviembre de 1893.

"Tomando en cuenta que en Chile hasta el quinto año de operación del sistema se permitió a los fondos de pensiones invertir en acciones de empresas privadas (a pesar de que la Bolsa de Valores tenía cerca de 90 años de existencia) y la cota superior del límite máximo para este tipo de instrumentos en la ley original fue de 30% del valor del fondo de pensiones, en nuestro país el límite máximo no debería superar el 30%" (Martínez Orellana, Página 126).

Sin embargo, este argumento no lo utilicé para concluir como el Dr. Mesa-Lago de que es necesario tener un mercado de capitales desarrollado antes de instaurar un sistema previsional como el chileno y salvadoreño. Todo lo contrario:

"Conviene destacar que la evolución del fondo de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales chileno han sido dos elementos que se han retroalimentado entre sí" (Martínez Orellana, Página 97).

Respecto del sistema salvadoreño he sostenido en todo el estudio que contribuirá al desarrollo del mercado de capitales y valores nacional.

“La participación privada en la administración del sistema previsional salvadoreño contribuirá a crear un importante poder comprador de títulos-valores de mediano y largo plazo y, por lo tanto, al desarrollo del mercado de valores” (Martínez Orellana, Página 51).

9. “La evaluación del experto incluye los siguientes puntos claves: <<El tipo de instrumentos financieros que se transan en el mercado de capitales salvadoreño denota su incipiente desarrollo. La mayoría de los instrumentos corresponden al mercado monetario (depósitos bancarios, CEM, LETES, Reportos y Cuentas de Inversión Bursátil (ya se explicó la pobre evaluación hecha por el experto sobre los primeros dos instrumentos, quien también calificó a los Reportos como <<muy volátiles>> o riesgosos). Sin embargo, comienzan a tener demanda algunos instrumentos de mediano plazo (Certificados de Depósito para la Vivienda [sólo una institución ha inscrito estos certificados en la Bolsa] y Certificados de Inversión), sin que hasta el momento exista un verdadero mercado de valores (bonos y acciones)>> ... El mercado accionario está todavía en pañales...” (Mesa-Lago, Página 39).

Reafirmo el incipiente desarrollo del mercado de capitales salvadoreño y que el mercado accionario está en pañales.

Los corchetes de la cita son comentarios del Dr. Mesa-Lago. Con respecto a los reportos (que es una operación bursátil de compra de un título-valor con pacto de retroventa o venta de un título-valor con pacto de retrocompra) NO los he calificado como “MUY VOLÁTILES” o “RIESGOSOS”. Lo que manifesté fue:

“Debido a que el título valor que respalda la operación de reporto queda en custodia de la Bolsa de Valores, el riesgo contractual es bajísimo.

Por ser operaciones que generan liquidez a un título valor, el riesgo de iliquidez es nulo. Al ser operaciones de muy corto plazo (hasta 45 días) es muy probable que no presente riesgo inflación, ya que en ese período de tiempo los agentes económicos sistemáticamente predicen muy bien la tasa de inflación”.

*** Riesgo de Reinversión de Flujos**

Por ser operaciones de muy corto plazo, el único riesgo relevante que presentan los reportos es la tasa a la que se reinvertirán los flujos de pago de la operación original” (Martínez Orellana, Página 41).

El rango para operaciones de reporte que sugerí fue 0-10% y manifesté que las “autoridades pueden evaluar la conveniencia de permitir a los fondos de pensiones realizar operaciones de reporto. En caso negativo, los rendimientos de los efectos de comercio presentan un alto grado de sustitución con las de operaciones de reporto” (Martínez Orellana, Página 125).

10. "Por último, los Bonos de Reconversión del Aparato Reproductivo <<requieren un mercado de valores bastante desarrollado, para que el horizonte de inversión de los fondos de pensiones y compañías de seguro calce con los plazos...>> (págs. 30, 36, 39, 50)" (Mesa-Lago, Página 40).

Esta cita está fuera de contexto, el argumento aparece en la página 70 para explicar el riesgo de reinversión de los flujos que presentan los bonos corporativos cuando tienen cláusula de rescate anticipado, y sirve además para apoyar la tesis de que las AFP's contribuirán a profundizar el mercado de capitales salvadoreño, que significa ampliar el plazo y/o duración de los instrumentos financieros existentes.

"En todo caso se requiere de un mercado de valores bastante desarrollado para que el horizonte de inversión de los fondos de pensiones y compañías de seguro calce con los plazos de los instrumentos financieros existentes" (Martínez Orellana, Página 70).

Lo anterior ya se había explicado en el capítulo II del estudio:

"La administración privada del fondo de pensiones podría activar en El Salvador un importante poder comprador de instrumentos para el sector vivienda.

Esto ocurre porque las AFPs administran los fondos de sus afiliados para que 30 ó 45 años después puedan obtener una pensión que les permita jubilarse dignamente. Entonces, para neutralizar los riesgos de reinversión de los fondos, deben invertir en instrumentos financieros de plazos simila-

res a los compromisos contraídos.

Adicionalmente, el sistema privado de pensiones desarrollará el mercado de seguros de vida, en la medida que el trabajador cuando se jubile podrá optar por la modalidad de pensión denominada renta vitalicia.

Esto permitirá a los constructores de vivienda concentrarse únicamente en el componente ingenieril y de comercialización del negocio habitacional, y los fondos de pensiones privados resolver el cuello de botella que representa el financiamiento de largo plazo para la vivienda" (Martínez Orellana, Página 52).

11. "Aunque se dictó una Ley de Sociedades de Seguros, la industria del seguro no está desarrollada (algo esencial para cubrir los riesgos de invalidez y muerte, así como para administrar la renta vitalicia de los pensionados). Martínez Orellana reportó en 1996 que existían 14 compañías de seguros, pero sólo había dos en vida y una con <<ranking>>" (Mesa-Lago, Página 41).

No he afirmado que en 1996 sólo habían dos compañías de seguros operando en el mercado de vida y una con ranking. En ese año existían 14 compañías que ofrecían seguros de vida. El ranking lo elaboré ordenando de mayor a menor cada compañía en base a los indicadores que seleccioné (activos, reserva técnica y matemática, patrimonio, primas netas y utilidades). La Auxiliadora no tenía ranking debido a que no conseguí sus estados financieros.

"En el país operan 14 compañías de seguros. La Auxiliadora y Panamerican Life Insurance Company son las únicas compañías que se han especializado en seguros de vida. Las demás compañías operan en el mercado de seguros generales y de vida" (Martínez Orellana, Página 21).

12. Respecto a la composición de las transacciones en el Mercado de Valores salvadoreño opinó que "está extremadamente concentrada en reportos (77%, del cual 34% es público y 43% privado), un instrumento evaluado por Martínez Orellana (1996) como de alta rentabilidad y riesgo, de ahí que no lo consideró

aconsejable para la inversión de las AFPs y por ello les fijó los cotos más bajos de todos los instrumentos: de cero a 10%".

No he evaluado a los reportos como instrumentos de alta rentabilidad y riesgo, ni he aconsejado en el informe que las AFP's no deben invertir en reportos. Lo que manifesté es que al excluir las operaciones de reporto de los portafolios de inversión disminuye el rendimiento y riesgo financiero (Martínez Orellana, Página 118). Respecto a la conveniencia o no de que las AFP's puedan realizar operaciones de reporto como expliqué en 9 lo dejé a criterio de las autoridades.

PARTE II

RESPUESTA A LOS COMENTARIOS DE ORLANDO MARTINEZ ORELLANA SOBRE EL ESTUDIO DE LA FUNDACION FRIEDRICH EBERT

Dr. Carmelo Mesa-Lago

Catedrático Distinguido de Economía Latinoamericana, Universidad de Pittsburgh
Consultor Fundación Friedrich Ebert de El Salvador

San Salvador
11 de Mayo de 1998

I. INTRODUCCIÓN

El Lic. Orlando Martínez Orellana, por encargo de la Comisión para la Reforma al Sistema de Pensiones de El Salvador, preparó el estudio de consultoría *Análisis de las Inversiones de los Fondos de Pensiones Salvadoreños* (San Salvador: junio 1996), el que para mayor claridad lo voy a llamar a continuación "Informe". Los principales aspectos y conclusiones de este informe fueron brevemente resumidos en mi estudio *Evaluación de la Reforma de Pensiones en El Salvador: Antecedentes, Objetivos y Perspectivas* (San Salvador: FES, marzo 1998). El informe de Martínez es, a mi juicio, el mejor (¿el único?) análisis sobre la inversión de los fondos de pensiones en El Salvador, de alta calidad académica y profundidad. Por todo ello lo cité profusamente en las secciones IV-B y C de mi estudio, relacionadas con las inversiones de los fondos de pensiones y el mercado de valores salvadoreño.

Por invitación escrita de la Sub-Comisión de Hacienda y Presupuesto de la Asamblea Legislativa de El Salvador, encargada del estudio de una posible reforma de la Ley del Sistema de Ahorro de Pensiones (LSAP 1996), comparecí ante dicha Sub-Comisión en las mañanas de los días 20 y 21 de abril de 1998. Para mi sorpresa, Martínez compareció el día 21, sin haber sido oficialmente invitado por la referida Sub-Comisión en pleno (sino por su Presidente el Diputado Gamero), para hacer una presentación, en la cual se desdijo de varios puntos clave y conclusiones de su informe y alegó que yo lo había desvirtuado. El día anterior (20 de abril) Martínez había

hecho entrega a la FES de un documento escrito (el cual yo no recibí hasta tarde en la noche de ese día y que no había tenido tiempo de estudiar): "Comentarios al Estudio Evaluación de la Reforma de Pensiones en El Salvador: Antecedentes, Objetivos y Perspectivas" (San Salvador, 20 de abril de 1998), y al que voy a llamar a continuación "documento crítico". En este documento él alega que mi estudio "*cita de forma incorrecta, incompleta o fuera de contexto*" muchos argumentos de su informe y que arribo a conclusiones contrarias a las suyas. No puedo explicar las razones que llevaron a Martínez a desdecirse del meollo de su informe y criticar injustamente mi estudio, pero refuto aquí sus falsos alegatos.

Debo hacer cuatro advertencias importantes al lector:

- Primera, el informe de Martínez es de carácter técnico y complejo, la parte central tiene 171 páginas escritas a un espacio, seguidas de 18 Anexos con otras 168 páginas (un total de 339 páginas), e incluye unos 90 cuadros estadísticos. Buena parte de este material fue condensado en tres o cuatro páginas de mi estudio, por lo cual, es imposible que yo haya podido en el mismo entrar en detalle y ser absolutamente preciso sobre el referido informe; más aún intenté simplificarlo para hacerlo más entendible a los lectores (téngase en cuenta que el documento crítico de Martínez tiene 27 páginas, para refutar tres o cuatro más, y que es igualmente difícil y tedioso para el lego).

- Segunda, mi estudio se basó fundamentalmente en lo que Martínez escribió en marzo de 1996, o sea, hace más de dos años, y que aunque yo intenté recopilar alguna información más reciente sobre el mercado de valores, mi análisis por fuerza se basó en la información que él proporcionó. No es justo, por tanto, que su documento crítico recurra a leyes, políticas, instituciones creadas y eventos ocurridos después de la fecha de su informe, para desacreditar mi análisis del mismo.

- Tercero, esta Respuesta no sigue el orden del documento crítico de Martínez (el cual es desorganizado, a veces divide el mismo punto entre varias secciones, etc.), ni tampoco discute a fondo todos los puntos del documento (muchos de los

cuales son intrascendentes, mientras que Martínez escabulle algunos temas fundamentales), ya que la haría interminable y aburrida para la mayoría de los lectores; no obstante, aquí se refutan todos los puntos cruciales de dicho documento. Para facilitar la organización de mi Respuesta y hacerla más comprensible, está estructurada por tópicos, que combinan varias de las críticas dispersas o duplicadas de Martínez, a más que explican y profundizan aspectos fundamentales que son complejos.

- Cuarto, incluyo numerosas citas textuales del informe original y el documento crítico de Martínez, tanto para refutar sus falsos alegatos contra mi estudio, como para mostrar varias contradicciones y fallas serias de las que adolecen sus argumentos en el documento.

II. EL OBJETIVO DEL INFORME DE MARTÍNEZ

El objetivo fundamental del informe fue proporcionar a la Comisión de Reforma Previsional (que preparó el proyecto de la que sería la LSAP de 1996) amplia información y guía sobre el mercado de capitales salvadoreños y los instrumentos financieros en que pueden invertirse los fondos de pensiones, así como sobre algunos problemas que podrían surgir en ese proceso. El informe cubre los siguientes aspectos clave:

- (a) describe los principales actores e instrumentos financieros del mercado de capitales salvadoreño en 1995, así como los posibles nuevos instrumentos que podrían emerger en el futuro;
- (b) evalúa el riesgo y la rentabilidad de los diversos instrumentos financieros disponibles y la importancia de la diversificación de la cartera o portafolio de la inversión del fondo de pensiones; realiza un análisis de simulación

para determinar qué combinación (con pesos o proporciones diversos) de los instrumentos principales es la más eficiente en cuanto a que ofrece menor riesgo y mayor rendimiento; y, basado en ese ejercicio, sugiere límites mínimos y máximos (cotas) a los diversos instrumentos; y

- (c) estudia la importancia de la información en los mercados de capitales, así como los tipos de conflictos que pueden ocurrir en el nuevo sistema de pensiones salvadoreño.

A menudo el informe hace comparaciones con el sistema chileno que es el modelo de la LSAP de 1996. Mi estudio se concentró en el segundo aspecto, aunque tocó los otros dos, y contrastó los hallazgos y sugerencias de Martínez, con el articulado pertinente de la LSAP.

III. LA DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES POR INSTRUMENTO Y TIEMPO, Y EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN EL SALVADOR

Martínez aconseja en su informe, y yo concuerdo plenamente con él, que la inversión de los fondos de pensiones debe tener una cartera diversificada tanto por instrumento como en el tiempo (p. 85). Primero, para invertir el fondo de pensiones, que se espera crezca con rapidez en el futuro, es necesario que existan o emerjan instrumentos financieros rentables y que no envuelvan un riesgo demasiado alto. Ello permitirá evitar la excesiva concentración en uno o poquísimos instrumentos, lo cual es peligroso pues si éstos tienen una rentabilidad real positiva pero muy baja, igual a la inflación o negativa --inferior a la inflación-- el valor real del fondo crecerá muy poco, se estancará o disminuirá. Si esto ocurriese, las pensiones que pagará el sistema en el futuro serán muy bajas, pues la fuente principal del financiamiento de las mismas será precisamente el rendimiento de la inversión. La diversificación de la cartera reduce dicho riesgo, pues al estar la inversión distribuida en múltiples instrumentos, puede compensar el desempeño malo de unos con el bueno de otros, por lo que *"puede aumentar la rentabilidad y reducir el riesgo..."* (p. 88). Segundo, debido a que los asegurados deben cotizar al menos 25 años para adquirir el derecho a la jubilación, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) tienen un largo horizonte de inversión. Por ello deben evitar invertir en instrumentos de corto plazo y, por lo contrario, *"invertir... en instrumentos con plazo de vencimiento de hasta 40 años"*

(p.85), porque los periodos de pobre rendimiento pueden ser compensados por los periodos de buen rendimiento, con lo cual se reduce el riesgo.

Mi estudio demostró que en El Salvador había y hay actualmente poquísimos instrumentos financieros que sean adecuados para la inversión del fondo de pensiones y, por tanto, la diversificación de su cartera o portafolio. El informe de Martínez concurre con mi opinión, como indican sus aseveraciones textuales siguientes (todos los subrayados en esta Respuesta son míos, al menos que se especifique lo contrario):

- (1) *"El tipo de instrumentos financieros que se transan en el mercado de valores salvadoreño denota su incipiente desarrollo. La mayoría de los instrumentos corresponden al mercado monetario (Depósitos Bancarios, Certificados de Estabilización Monetaria [CEM], Letras del Tesoro, Reportos y Cuentas de Inversión Bursátil... sin que hasta el momento exista un verdadero mercado de valores (bonos y acciones)"* (p.30).
- (2) *"En nuestro país no existen fondos de inversión" (p. 20), tales como fondos mutuos, inmobiliarios, de capital de riesgos, de activos securitizados, etc. (los fondos de pensiones recién han comenzado en 1998).*

(3) "El mercado accionario en El Salvador está en pañales..." (p. 50).

(4) "En el país el leasing es una actividad incipiente" (p. 26).

(5) "En nuestro país está reglamentada la existencia de clasificadoras privadas de riesgo, pero todavía no hay una" (p.28).

(6) "El Banco Cuscatlán es la única institución financiera que ha inscrito Certificados de Depósito para la Vivienda en la Bolsa de Valores..." (p.43).

Con respecto a la diversificación en el tiempo, tanto mi estudio como el informe de Martínez, afirman que la inmensa mayoría de los instrumentos son a corto plazo: (1) *"El mercado monetario está dominado por las operaciones de reporto..."* que son instrumentos de *"muy corto plazo"* (pp.106, 39); de acuerdo con la Superintendencia de Valores, en septiembre de 1997, el 77% de la inversión en el mercado de valores estaba concentrada en reportos con plazos entre 1 y 45 días. (2) *"Los papeles estatales y los depósitos a plazo fijo en el sistema financiero tienen vencimientos de hasta 1 año... Los instrumentos de financieros especializados en vivienda tienen un plazo de 3 años... El plazo máximo de los instrumentos de deuda es de 5 años..."* (p.106).

Otro punto importante que no analiza Martínez en su informe, pero que se trata en mi estudio (pp. 40-44) basado en una entrevista e información de la Superintendencia de Valores, es el pobre desarrollo de los mercados de valores primario y secundario. De acuerdo con la Superintendencia (septiembre y diciembre

de 1997) el mercado primario se concentra en negociaciones entre bancos y financieras, prácticamente sin participación de empresas privadas (sólo 1.17% del total), mientras que el mercado secundario es casi inexistente (sólo 1.95% del total), y el accionario tiene una participación insignificante (0.07% del total). Los instrumentos de deuda constituyen el 99.93% del total, los instrumentos públicos el 54.9%, y los privados el 45.1% pero, de ellos, 43.1% son reportos (véase el Cuadro 10 de mi estudio).

De las afirmaciones citadas de Martínez (y otro material resumido arriba) se arriba a tres conclusiones: (1) en El Salvador no existen suficientes instrumentos financieros para permitir una diversificación de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones; (2) la enorme mayoría de los instrumentos existentes son a corto plazo y, por tanto, inadecuados para la inversión aconsejable a largo plazo de dichos fondos; y (3) el mercado de valores salvadoreño es incipiente y de pobre dinamismo. En resumen, que no es viable actualmente la diversificación ni por instrumento ni en el tiempo, como Martínez recomienda y esto, a su vez, puede tener un impacto adverso en la rentabilidad del fondo y el monto de las pensiones. Pero contra toda dicha evidencia (tomada en su mayoría de su propio informe), el documento crítico comienza intentando probar precisamente lo contrario, como se apreciará a continuación.

En mi estudio (p. 38) yo cité un documento de la Superintendencia de AFPs de Chile *El Sistema Chileno de Pensiones* (Santiago de Chile, División de Estudios, Tercera Edición, mayo de 1996, pp. 32-33) que recomienda que antes de instaurar un sistema de capitalización plena e individual (como el chileno y el salvadoreño) es

necesario que existan las bases siguientes: (1) un mercado de capitales o valores suficientemente desarrollado; (2) alternativas suficientes para la inversión de los cuantiosos recursos que acumulan los fondos de pensiones; (3) bolsas e intermediarios de valores; (4) una Superintendencia de Valores y Seguros; y (5) una industria de seguros de vida. Seguidamente dije que ninguna de esas premisas existía en El Salvador al tiempo de promulgarse la LSAP de diciembre de 1996, y que la inmensa mayoría tampoco funciona hoy.

Martínez primero trata de sembrar la duda sobre la veracidad de las citadas recomendaciones de la Superintendencia de las AFPs de Chile, diciendo "según él" (o sea, yo, sin tener la disciplina académica de comprobar que efectivamente aparecieron en las páginas citadas por mí), y, segundo, intenta probar que lo que yo concluyo "**NO ES CIERTO**" (p. 2, así en el original). Las citas textuales de Martínez arriba reproducidas (las cuales él convenientemente ignora en la primera sección de su documento crítico, aunque al final del mismo "**reafirma**" que dijo algunas de ellas) dejan bien en claro que las premisas Nos. 1 y 2 no existían en diciembre de 1996 ni tampoco hoy. Con respecto a la premisa No. 4, Martínez afirma que "**actualmente** [1998/ *existe una Superintendencia de Valores*" (p.2), pero la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores se promulgó el 4 de octubre de 1996 y la Superintendencia aún no funcionaba en la práctica el 23 de diciembre de ese año cuando se promulgó la LSAP; más aún, una reforma a la Ley del Mercado de Valores se promulgó el 7 de febrero de 1997 y la aprobación del Centro de Depósito de Valores no ocurrió hasta noviembre de ese año. Esto deja sólo dos de las cinco premisas: las Nos. 3 y 5.

En cuanto a la No. 3, Martínez afirma que "*la bolsa de valores **tiene más de cinco años de funcionamiento***" (p.2) pero su documento crítico es de abril de 1998 mientras que la fecha de promulgación de la LSAP es diciembre de 1996, o sea, que en ese momento la bolsa apenas tenía tres años de establecida. Martínez "**ratifica**" al final de su documento crítico (p. 24), no en la primera sección, que la Bolsa de Comercio de Santiago tiene más de 90 años de operación, mientras que la salvadoreña es "**incipiente**". Lo más importante, sin embargo, no es la fecha de creación de dicha bolsa sino que aún hoy es incipiente y realiza escasas transacciones. Peor aún, en 1995-1997 ocurrieron una serie de escándalos financieros (FOMIEXPORT, ANGLOSAL, CREDICLUB, FINSEPRO, INSEPRO, etc.) que resultaron tanto en la pérdida de miles de millones de colones de los inversionistas salvadoreños, como en la prisión del Superintendente del Sistema Financiero, todo lo cual creó gran incertidumbre y falta de confianza en la bolsa y el mercado de valores (véase la p. 40 de mi estudio).

Con respecto a la premisa No. 5, Martínez repite algo que ya he dicho en mi estudio: que en 1996 existían 14 compañías de seguros (p. 41). Admito, no obstante, que mi frase fue imprecisa pues dije "*sólo dos en vida*" cuando debía haber especificado "*sólo dos especializadas en vida*" (como acertadamente corrige Martínez); las otras 12 compañías combinan seguro general y vida. Pero en Chile y otros países que siguen su modelo, las compañías de seguros que se encargan de la cobertura del riesgo de invalidez y sobrevivientes deben ser de giro exclusivo, o sea, especializadas en vida. Por último, Martínez aduce que de las dos compañías de seguro (especializadas en vida) yo dije que sólo él había dado ranking

a una y no a la otra (Auxiliadora), pero que esto se debía a que él no había conseguido sus estados financieros (pp. 21, 26). Por supuesto esto fue su problema, no mi falla, y él debería haberlo aclarado en su Cuadro 1.10.

En conclusión, contrario a los argumentos espúreos de Martínez, es válida

mi aseveración de que ninguna de las premisas para el funcionamiento de un sistema de AFPs existía en El Salvador en 1996 (cuando se promulgó la LSAP), salvo la aclaración de mi imprecisión en cuanto a las compañías de seguro. También las premisas Nos. 1 y 2 (las más importantes) no existen hoy, y la premisa No. 3 existe pero su funcionamiento es mínimo.

IV. RENTABILIDAD Y RIESGO DE LOS INSTRUMENTOS: DOS ENFOQUES DISTINTOS

El meollo del análisis del informe de Martínez, y al que yo dedico mayor espacio en mi estudio, es el tema de la rentabilidad (o rendimiento) y el riesgo de los instrumentos de inversión de los fondos de pensiones. En su informe, Martínez trata dos enfoques de este tema: (1) analiza cinco riesgos (**teóricos** o basados en cierta experiencia empírica general) de cada uno de los diversos instrumentos financieros: contractual (riesgo de que los papeles sean falsos), inflación, impago, reversión de flujos y fluctuación de mercado (sección I-5); y (2) evalúa el rendimiento y el riesgo de cada instrumento y de diversas combinaciones de los mismos en la cartera, basado en el desempeño **actual** del mercado de valores salvadoreño en 1992-1995 (sección III). Martínez deliberadamente no aclara esta diferencia en su documento crítico y, con ello, crea confusión al lector. Mi estudio se concentró en el enfoque (2) y sólo hizo referencias escuetas al enfoque (1). Este tema requiere una explicación para que el lector entienda los aspectos cruciales del debate y la falsedad de las críticas de Martínez.

En su informe, Martínez afirma (y yo concuerdo totalmente): *"Las inversiones...del fondo de pensiones tienen, como únicos objetivos, obtener una rentabilidad y seguridad [contra riesgos] adecuadas mediante la configuración de portafolios diversificados... El principal dilema que enfrenta un administrador [de AFP] de portafolios o carteras de inversión, consiste en determinar la combinación óptima entre*

riesgo y rentabilidad..." (p. 84). Lo ideal es maximizar la rentabilidad (porque esto aumenta el fondo real acumulado) y minimizar el riesgo (evitar en lo posible una excesiva varianza en la rentabilidad y que ésta sea negativa, porque lo primero crea incertidumbre y lo segundo reduce el valor real del fondo acumulado). En la práctica no es siempre fácil obtener ambos resultados porque, a menudo, los instrumentos más riesgosos generan una mayor rentabilidad y viceversa, de ahí la importancia de diversificar la cartera o portafolio. *"En el mercado de capitales existe gran variedad [pequeña en El Salvador, como se ha probado en la sección anterior de esta Respuesta] de instrumentos financieros que compiten entre sí en términos de riesgo y rentabilidad [por lo cual hay] que elegir óptimamente en qué instrumento conviene invertir los fondos de pensiones..."* (p. 93). En base a la información disponible Martínez estimó el rendimiento y riesgo de los principales (pocos) instrumentos financieros que se transan en el mercado de capitales salvadoreños, como sigue:

En el enfoque (2), de acuerdo con las estadísticas de Martínez, el rendimiento real anual promedio de siete instrumentos en 1992-1995 fluctuó de 5.6% (el más alto, obtenido por los certificados de inversión) a 0.9% (el segundo **más bajo**, obtenido por los Certificados de Estabilización Monetaria o CEM estatales); sólo más bajo que el de los CEM fue la rentabilidad de los depósitos de ahorro. Usando el año 1995, el rango respectivo de los dos instrumentos fue de

5.6% y 1.1%; de nuevo los CEM tuvieron el segundo rendimiento **más bajo**, "1.1% inferior al rendimiento promedio de los depósitos a plazo fijo" (p. 107). Finalmente, "durante los primeros 4 meses del año [1996] el rendimiento promedio de los CEM fue de -0.5% anual" o de -0.9% según se mida la inflación (p. 107 y Cuadro III.8). Martínez midió el riesgo de acuerdo con dos indicadores estadísticos: la desviación estandard y el coeficiente de variación, en ambos a mayor la cifra mayor el riesgo y viceversa: "En base a la desviación estandard, los instrumentos **más riesgosos** en términos nominales en 1995 fueron las operaciones de reporto... y los CEM... Utilizando el coeficiente de variación, los instrumentos **más riesgosos** fueron los CEM... y las operaciones de reporto" (p. 108). En términos de rendimientos reales con la inflación proyectada a 1996 también los reportos y los CEM resultaron los instrumentos **más riesgosos**, ambos con notable diferencia sobre los seis restantes (Cuadro III.8).

En conclusión, entre los siete instrumentos evaluados por Martínez (usando diversos tiempos y métodos), los CEM estatales tuvieron en 1992-96 el rendimiento real más bajo (negativo en el primer trimestre de 1996) salvo los depósitos de ahorro, y el riesgo más alto alternando con los reportos.

En su documento crítico, Martínez omite por completo lo anterior y se refiere sólo al enfoque (1), o sea, a los riesgos teóricos enunciados arriba, discutiendo minucias y pequeñas diferencias entre lo que ambos decimos, lo cual confunde al lector, mientras que escabulle las dos conclusiones clave anteriores (pp.19-20). Después de apuntar que tres de los riesgos teóricos son nulos o bajos (enfoque 1), afirma: "**Sin embargo... resulta más**

relevante evaluar el riesgo moral de generar inflación por parte de la misma autoridad económica... el riesgo de inflación está presente en los CEM de plazos superiores... (p. 34). Gobiernos irresponsables como los de la década de los 80 licuar[on] sus deudas por medio de la inflación... **Prueba de ello es que el Gobierno Central obligó al Instituto Salvadoreño del Seguro Social y al Sistema Financiero a comprar bonos en términos nominales, los que después de un fuerte proceso inflacionario perdieron significativamente su capacidad de compra**" (pp. 34 y 36). La primera frase crucial (pues denota el principal riesgo de los CEM) es omitida en el documento crítico, que cita las dos frases siguientes subrayadas (citadas en mi estudio, p. 35), las cuales de todas maneras refuerzan el alto riesgo de los CEM (ahora rebautizados como CAM).

Las Letras del Tesoro (LETES) fueron objeto del análisis teórico de sus riesgos (enfoque 1) en el informe de Martínez, pero excluidas de la evaluación del rendimiento real y riesgo (enfoque 2) "debido a su baja presencia en la bolsa" (p.112). Después de notar que tres de los riesgos son bajos (p.37), Martínez afirma: "Sin embargo, percepciones del mercado le imponen [a las LETES] los siguientes riesgos: Los inversionistas salvadoreños le atribuyen al Gobierno Central la cualidad de 'mala paga' aunque técnicamente no puede quebrar... [y] el mercado **castiga** las LETES en relación a los CEM. **La triste experiencia de bonos de reforma agraria que llegaron a cotizarse al 30% de su valor par y la cláusula de prepago anticipado pueden ser algunas razones por las cuales los inversionistas no se sienten cómodos con las LETES**" (p. 39). En su documento crítico, Martínez vuelve a referirse a este tema y cita las frases anteriores, las cuales

demuestran que sea cuales sean los bajos riesgos teóricos de las LETES, los inversionistas le tienen desconfianza y con buena razón. Martínez gasta buen espacio (pp.20-21) en argumentar que él no usó el calificativo de "negativo" respecto a las LETES, lo cual es intrascendente, pues está bien claro que los inversionistas --que son los actores esenciales-- los juzgan así y no invierten en ellos.

Las operaciones de reporto fueron evaluadas por Martínez en cuanto a su rendimiento y riesgo (enfoque 2). Ya se vio anteriormente que son instrumentos de alto riesgo (conjuntamente con los CEM), por otra parte, Martínez asegura en su informe que "la tasa de interés de la operación de reporto es muy variable" (p. 41) y que "los rendimientos de los reportos son muy volátiles y dependen de factores de corto plazo" (p. 109); más adelante plantea que el legislador puede considerar "que las

operaciones de reporto son demasiado volátiles (riesgosas) y de muy corto plazo (45 días) para cumplir con los objetivos de inversión de los fondos de pensiones..." (p. 112). Como en los instrumentos anteriores, Martínez omite la evaluación actual del desempeño de los reportos (enfoque 2) y se refiere sólo a que tres de sus riesgos teóricos son nulos o bajos (enfoque 1). De manera increíble, Martínez, en su documento crítico, me atribuye a mi el uso del calificativo volátil y riesgoso respecto a los reportos, y afirma rotundamente: "**NO los he calificado como 'MUY VOLÁTILES' o 'RIESGOSOS'**" (p. 25, así en el original). En casi 40 años de vida académica y consultoría técnica nunca había visto una contradicción tan flagrante como ésta y me resulta difícil entender cómo un experto que escribió un informe de tan alta calidad, llegue a este extremo para transformar su juicio anterior con el fin de criticar el estudio de otro experto.

V. COMBINACIONES EFICIENTES E INEFICIENTES DE LA CARTERA DE INVERSIÓN

En su informe, Martínez realizó un interesante y útil ejercicio de simulación para evaluar el impacto que podría tener una determinada composición (diversificación) del portafolio o cartera del fondo de pensiones (y la consiguiente fijación de límites mínimos y máximos a la inversión), sobre el rendimiento y el riesgo general. A ese efecto diseñó un portafolio "básico" en que todos los instrumentos tienen el mismo peso; luego construyó dos portafolios, con distintas combinaciones de los instrumentos, dándole pesos relativos distintos a cada uno de ellos con respecto al básico (p.112). El documento crítico de Martínez omite por completo este importantísimo ejercicio y sus resultados, por lo que es esencial explicarlos brevemente al lector a fin de que comprenda su importancia práctica fundamental.

En el portafolio 1, Martínez consideró los cuatro instrumentos más corrientes en el mercado de valores salvadoreños: (a) bancos y financieras, (b) empresas privadas, (c) estatales (CEM), y (d) reportos. El asignó un peso igual de 25% a los cuatro instrumentos en el portafolio básico; luego, en el portafolio 1, aumentó el peso a 50% en cada instrumento, alternativamente, dejando un peso de 16.7% a los otros tres, y comparó los resultados con el básico. En los supuestos (a) y (b), *"se construye un portafolio más eficiente que el básico"* porque *aumenta la rentabilidad y se reduce*

el riesgo; por lo contrario, en el supuesto (c), o sea, **dando el peso mayor a los instrumentos estatales, se "genera un portafolio más ineficiente que el básico"** porque **se reduce el rendimiento y aumenta el riesgo**. El supuesto (d), reportos, generó resultados en conflicto (mayor rendimiento y riesgo) y no se pudo determinar si el primer efecto compensó al segundo (p. 113).

En el portafolio 2, Martínez eliminó a los reportos (debido a que dieron resultados no concluyentes en el portafolio 1), y dejó a los otros tres tipos de instrumentos. En el portafolio básico asignó un peso igual de 33% a los tres instrumentos y cero a los reportos; entonces aumentó a 50% el peso de cada uno de los tres instrumentos, alternativamente, dejando un peso de 25% a los otros dos, y comparó los efectos con el básico. **Los resultados fueron iguales a los del portafolio 1** (pp. 116-117).

De lo anterior Martínez concluyó: **"El incremento de la participación de los títulos valores estatales en los portafolios básicos de inversión, genera portafolios más ineficientes (menor rendimiento y mayor riesgo)"**. Todo lo contrario ocurre cuando se incrementa la participación de instrumentos de bancos y financieras, y empresas privadas, o sea, estos generan portafolios más eficientes, con mayor rendimiento y menor riesgo (p. 118).

VI. RECOMENDACIONES SOBRE RANGOS Y COTAS MÍNIMAS Y MÁXIMAS VERSUS LAS FIJADAS EN LA LEY

La razón del ejercicio anterior fue diseñar portafolios o carteras de inversión de los fondos de pensiones lo más diversificadas posibles, que combinen los instrumentos de la manera más eficiente, es decir, tratando de maximizar el rendimiento y minimizar el riesgo. La práctica común para ello es asignar límites mínimos y máximos (cotas) a la inversión en dichos instrumentos: "En base a las conclusiones obtenidas de las simulaciones... se podrían establecer las siguientes cotas inferiores y superiores por instrumentos" (p. 121).

En su documento crítico Martínez declara que él no **recomendó** --como yo digo en la p. 34 de mi estudio-- cotas mínimas y máximas **"ÓPTIMOS por cada instrumento"**, sino que él construyó **"varios portafolios con distintos porcentajes de inversión por tipo de instrumento"**, y **"presentó algunas reflexiones que se concretan en una propuesta de rangos dentro de los cuales se podrían fijar los límites máximos de inversión por instrumento"** (p. 19, así en el original). Primero, esto es una disgresión semántica intrascendente, pues de hecho en su documento crítico recomienda dichos rangos; véase como ejemplo: **"Reafirmo, como lo señaló el Dr. Mesa-Lago, que recomendé un rango entre 0-25% para los instrumentos de deuda del sector público..."** (p. 22, así en el original, salvo el subrayado que es mío). Con respecto al término *óptimo*, Martínez de hecho lo usa en su informe cuando dice: **"Para elegir óptimamente en qué instrumento conviene invertir..."** (p. 93, el subrayado es mío). Segundo, una lectura cuidadosa de esta

sección de mi estudio (pp. 33-34) y especialmente del Cuadro 9 (que muestra los rangos porcentuales por tipos de instrumentos, contrastando los recomendados por Martínez y los establecidos en la LSAP) prueba que él utilizó una frase mía aislada y fuera de contexto (para distorsionar mi criterio), y que no hay diferencia alguna entre lo que ambos decimos. (Por cierto, los rangos establecidos por la LSAP en mi Cuadro 9 son reproducidos casi textualmente por Martínez en la p. 5 de su documento, sin aclarar que dicho cuadro aparece en mi estudio). Tercero, Martínez aduce que yo afirmé que las AFPs están obligadas a invertir el límite máximo establecido por la LSAP: **"Las AFPS NO ESTÁN OBLIGADAS A INVERTIR las cotas máximas de los rangos... de la Ley SAP, ni los límites máximos que establezca la Comisión de Riesgos..."** (p. 4, así en el original). Contrástese esta frase y las anteriores de Martínez con la siguiente mía: **"La Ley de nuevo sistema establece rangos porcentuales (cotas mínimos y máximos) para la inversión de fondos en diversos instrumentos financieros; la Comisión de Riesgos fijará los límites máximos dentro de dichos rangos..."** (p. 33 de mi estudio). Por si quedara alguna duda, aclaro todavía más este asunto cuando explico que un límite máximo es **"posible"**, en comparación con la obligación de invertir en un porcentaje determinado (p. 36 de mi estudio). Reto públicamente a Martínez para que pruebe en qué parte de mi estudio se afirma que las AFPs están obligadas a invertir el límite máximo establecido en la Ley; lo que si hago es especular sobre las posibilidades que esto pueda ocurrir en la práctica, lo cual es algo

completamente distinto (ver abajo). Todo lo anterior son minucias que confunden al lector y siembran la duda sobre la veracidad de mi estudio, así como que distraen su atención sobre los aspectos cruciales de este tema fundamental, los cuales examinaremos a continuación.

En su informe Martínez recomendó el rango más bajo a los títulos valores públicos, con la excepción de instrumentos extranjeros: **"La suma de inversiones directas e indirectas en instrumentos estatales: CEM, LETES, Bonos de Gobiernos Municipales y Empresas Financieras, etc. no podrá exceder del 25% del valor total de fondo"** (p. 130). Esta recomendación fue justificada por él, basado en las tres razones siguientes: (1) son muy ineficientes, ya que generan un portafolio con el "menor rendimiento y mayor riesgo" entre todos los instrumentos analizados en las simulaciones; (2) permite **"asignar más eficientemente el ahorro nacional hacia inversiones productivas que promuevan un mayor desarrollo económico y social...[y] los instrumentos estatales están diseñados para el control monetario o para financiar déficit transitorios de Tesorería que muy poco tienen que ver con [dicho] objetivo"**; y (3) evita repetir "la experiencia de la década de los 80s cuando se obligaba o sugería a los bancos e instituciones previsionales (ISSS) que compraran títulos del estado en condiciones muy inferiores a las del mercado... [con lo cual] el BCR trasladaba parte del costo de restringir la liquidez de la economía a estas instituciones... [y] el Gobierno Central financió sus déficit... con los recursos del ISSS, entregando a cambio bonos que perdieron rápidamente su valor real con las inflaciones futuras" (pp. 122-123). Martínez concluyó: **"Si con el nuevo sistema de pensiones se desea dejar atrás los vicios del sistema público, no se pueden cometer los**

mismos errores. Una forma de evitarlo es no depender de personas en la administración del BCR y el Gobierno Central, sino que de los bajos límites a la inversión en instrumentos estatales" (p. 123). Estas razones fueron resumidas en mi estudio (p. 35) y **ratificadas totalmente** en el documento crítico de Martínez (p. 22; los subrayados anteriores son suyos, no míos). Opuesta a la recomendación de Martínez, la LSAP estableció un rango de 20% a 30% a los títulos públicos (salvo uno de ellos) todos mayores que el rango de 0 a 25% recomendado por él; más aún, estableció un límite máximo de 60% a todos los títulos de instituciones estatales combinados.

Por lo contrario, el desempeño eficiente de otros instrumentos (de mayor rendimiento y menor riesgo) llevaron a Martínez a recomendar rangos de inversión más amplios (límites mínimos y máximos más altos). Por ejemplo, para los certificados de depósitos bancarios y las obligaciones negociables, Martínez recomendó un límite máximo de 100%, pero la LSAP los redujo a 40%; para las acciones de empresas privadas, la recomendación fue 10% a 30%, pero la LSAP redujo ambos de 0 a 20%; para los certificados de fondos de inversión la recomendación (combinado con obligaciones negociables) fue de un límite máximo de 100%, pero la LSAP lo redujo a 40%; y Martínez recomendó un límite máximo de 10% para instrumentos extranjeros, pero la LSAP los prohibió.

Para los valores con garantía hipotecaria, Martínez recomendó un rango de 25 a 100% y la LSAP lo redujo de 30% a 40%. Pero lo más importante es que la LSAP estableció un mínimo **obligatorio** del 30%, del total de la cartera, a la inversión en bonos del Fondo Social de Vivienda (FSV) en el primer año, bajando gradualmente a 10%

en el 15to. año. Aquí no se trata de límites mínimos o máximos (posibles), sino de una obligación de invertir ese porcentaje. Como el límite máximo fijado por la LSAP a los valores con garantía hipotecaria es del 40%, los otros instrumentos de este tipo se quedan con un margen de sólo 10% (p. 36 de mi estudio). Aunque Martínez no discute los bonos del FSV en su informe, sí evalúa los riesgos teóricos (enfoque 1) de los Certificados de Depósitos para la Vivienda (CDPV) que, aunque no son iguales, dan una pauta de lo que pudiera ocurrir a los bonos del FSV: *"El mercado bursátil atribuye a los CDPV un riesgo de inflación apreciable [que puede deteriorar su capacidad de pago]... una menor liquidez de lo que se suponen poseen...[, y su riesgo de impago] depende de la solvencia financiera del banco emisor"* (p. 44).

Por último, la LSAP permite invertir hasta 80% y 100% en instrumentos de deuda (sólo cero a 20% en instrumentos de capital) con una enorme concentración en títulos públicos y el FSV (hasta 85%). Por lo contrario, Martínez recomendó *"estructurar carteras conservadoras basadas en inversiones de 65% o más en instrumentos de deuda y hasta 35% en instrumentos de capital"* (p. 127).

En resumen, el Gobierno, que fue quien preparó el Anteproyecto de Ley (luego aprobado como LSAP), hizo todo lo contrario de lo que recomendó el experto (Martínez) contratado por el propio Gobierno: aumentó enormemente el rango de los ineficientes títulos públicos y redujo considerablemente el rango de los otros tipos de instrumentos, más eficientes por tener mayor rendimiento y menor riesgo. En un giro de 180 grados, Martínez ahora hace esfuerzos infructuosos en su documento crítico para

probar lo opuesto a las sensatas recomendaciones de su enjundioso estudio y justificar lo injustificable.

Técnicamente es posible que las AFPs inviertan la mayoría de los fondos de pensiones en instrumentos no públicos (títulos valores estatales y FSV) y Martínez ofrece en su documento crítico ejemplos específicos de cómo esto pudiera ocurrir (pp. 5-6). Sin embargo, la considerable escasez en el mercado salvadoreño actual de instrumentos no públicos (especialmente de capital), a mediano y largo plazo, reduce considerablemente dicha posibilidad y hace mucho más probable la inversión en instrumentos públicos de deuda. Esto último ha sido aceptado por Martínez en su informe: *"... es plausible que en los primeros años de operación del sistema previsional privado [LSAP], los recursos del fondo de pensiones se inviertan casi exclusivamente en títulos de deuda"* (p. 121, reproducido en p. 23 del documento crítico). Pero el punto principal en este tema central es que la LSAP **no estableció restricciones e incentivos adecuados para diversificar la cartera de inversión de los fondos de pensiones, limitando mucho más los cotos máximos de los instrumentos públicos de deuda y ampliando más los cotos mínimos y máximos de los instrumentos no públicos de capital y deuda (tal y como recomendó Martínez).** En mi opinión, esto se hizo porque el Estado espera financiar la enorme deuda fiscal que generará durante la transición el sistema sustitutivo establecido por la LSAP (64,000 millones de colones), mediante la colocación de títulos públicos para financiar dicha deuda en las AFPs. Sólo el tiempo podrá determinar si mi hipótesis o la de Martínez es la correcta.

VII. CONFLICTOS DE INTERÉS Y POTENCIAL RENDIMIENTO REAL DEL FONDO DE PENSIONES

El problema discutido en el último párrafo de la sección anterior se agrava si el Gobierno tiene influencia sobre las AFPs en cuanto a sus inversiones en los instrumentos. Basado en el informe de Martínez, dije sobre este punto en mi estudio: *"Comparando el Banco Central de Chile con el BCR salvadoreño, el experto [Martínez] caracterizó al primero por su 'fuerte independencia del gobierno central así como del sector privado', pero no fue igual su juicio sobre el BCR, pues si bien éste 'ha hecho esfuerzos por incrementar su independencia', 'todavía le falta un buen trecho por recorrer'. El experto explicó que puede surgir un conflicto de intereses entre la política monetaria del gobierno y la decisión de las AFPs de invertir o no en títulos públicos... 'El Estado no debe ser juez y parte', o sea, no debe fijar cotos y ser a su vez emisor de instrumentos financieros adquiridos por las AFPs, porque esto puede llevar a generar subsidios del fondo de pensiones hacia el gobierno"* (p. 35 de mi estudio, citando las pp. 120 y 163-164 del informe). A renglón seguido, Martínez dio varios ejemplos de cómo dichos conflictos habían ocurrido en el pasado y advirtió que no deberían de repetirse esos errores (citados ya anteriormente).

Martínez no refuta nada esencial de lo dicho por mí en su documento, se limita a añadir que el riesgo de dependencia se **"REDUCIRÁ: 1) al aprobarse las reformas presentadas a principios de 1998 a la Asamblea Legislativa para otorgar al**

BCR una mayor independencia del gobierno central y del sector privado nacional; y 2) al crearse una Comisión de Riesgo que fijará los límites máximos por instrumento dentro de los rangos establecidos por la Ley SAP, la cual será presidida y apoyada técnicamente por la Superintendencia de Pensiones y estará integrada además por los Superintendentes de Valores, del Sistema Financiero y por el Presidente del Banco Central de Reserva" (p.21, así en el original). Quiero manifestar mi fuerte apoyo a ambas medidas, pero aclarar que la primera no está aún aprobada (al menos el 20 de abril de 1998, cuando Martínez entregó su documento crítico), y la segunda no estaba funcionando cuando yo terminé mi estudio. Con respecto a la Comisión de Riesgos, debe destacarse que los cuatro miembros son nombrados por el Presidente y tres de ellos representan más los intereses del Estado que el Superintendente de Pensiones. Por último, Martínez propuso en su documento crítico una "Comisión de Límites" con una serie de controles para reducir la dependencia antes señalada (p. 120). En su documento crítico, Martínez dice que la Comisión de Límites que él propuso es *"parecida a la Comisión de Riesgos"* (p. 21), pero no especifica si incluye los controles recomendados por él.

En mi estudio informé que la meta de rentabilidad real proyectada por la Superintendencia de Pensiones es del 4%, equivalente a un tercio de la promediada en

Chile y un cuarto de la de Argentina, desde que ambas habían comenzado a operar sus sistemas de pensiones, así como también muy inferior a las de Colombia y Perú. También planteé que, si ocurriese una fuerte concentración de la inversión del fondo en títulos públicos y el FSV, el gobierno enfrentaría un *trade off*: (1) pagar un interés alto para poder garantizar pensiones adecuadas en el futuro pero al precio de aumentar la deuda pública, o (2) pagar un interés bajo para reducir el costo pero al precio de reducir el monto de las pensiones (p. 37).

Martínez primero reacciona a lo anterior con una perogrullada: la meta de la Superintendencia no significa que la rentabilidad efectiva del fondo sea el 4%, ya que puede ser mayor o menor (por otra parte, no se refiere al esencial *trade off* que yo planteo). Sin embargo, a renglón seguido toca un tema importante: ***"Debido a que actualmente en el mercado de capitales actual no existen títulos indexados a la inflación [como ocurre en Chile, otra diferencia importante con El Salvador], la futura rentabilidad real del fondo dependerá de: i) la tasa de inflación futura; y ii) la rentabilidad nominal de los títulos... en que se puedan invertir los fondos de pensiones. Si el BCR mantiene la inflación entre 2-5%, ayudaría bastante a obtener atractivas tasas de interés real. Por lo contrario, si la inflación futura alcanza los niveles***

históricos de 32% anual de 1986, para obtener un rendimiento real del 4% se deberían obtener rendimientos nominales del 36%. Esto no resulta imposible con un esquema de tasas de interés libres, pero si existieran controles lo más probable es que se obtendrían intereses negativos" (p. 8, así en el original). Claro está que no hay que llegar al extremo de un 36% de inflación para que ocurra dicha posibilidad, bastarían tasas del 15% al 20%. Después Martínez inserta un cuadro con los rendimientos reales promedio anual de instrumentos del sistema financiero y llega a la conclusión que si se mantiene en el futuro dicha rentabilidad, ***"podría duplicar fácilmente la meta de... 4% real únicamente con títulos de deuda"*** (p. 9, así en el original). Sin embargo, el referido cuadro no incluye la rentabilidad real de los títulos o valores públicos y emisiones del FSV, en los que podría estar el grueso de la inversión. Por último, Martínez convenientemente ignora el tema de la rentabilidad de las emisiones del FSV: la LSAP garantiza que el 30% del total del fondo obligatoriamente invertido en dichas emisiones, en el primer año, devengará una tasa de interés igual a la de los depósitos a plazo fijo a 180 días más un punto o, al menos, un 4% de interés real anual. El estudio plantea que esto resultaría ventajoso cuando el interés real de los referidos depósitos es inferior al 4%, pero podría ser desventajoso cuando el interés de dichos depósitos sea superior al 4%, si el gobierno decide aplicar dicha tasa (p. 37).

VIII. EL HUEVO O LA GALLINA: IMPACTO DE LA REFORMA DE PENSIONES EN EL MERCADO DE VALORES

Mi estudio apunta que todas las reformas estructurales de pensiones, especialmente las de tipo sustitutivo, proclaman como presupuesto que dicha reforma resultará en una expansión del mercado de capitales. Este dogma fue proclamado originalmente por el artifice de la reforma chilena Don Pepe Piñera y reiterado en todo foro internacional en que comparece y gobierno extranjero que asesora. A contrapelo de lo que recomienda la actual Superintendencia de AFPs de Chile, de que una premisa previa a la reforma debe ser la existencia de un mercado de capitales suficientemente desarrollado (tema discutido en la sección II de esta Respuesta), Piñera plantea que este es el problema clásico de quien viene primero: el huevo o la gallina, a lo cual responde, sin aportar prueba alguna, que la reforma debe ser lo primero y lo demás vendrá por añadidura.

En mi estudio yo informé que, hasta el presente, sólo se ha conducido un análisis científico sobre este tema: el hecho por el Profesor Robert Holzmann, ex-alto funcionario del FMI (y actual asesor del Banco Mundial) por encomienda del FMI, el cual publicó dicho estudio. Ahora bien, nadie puede acusar a ambos organismos financieros internacionales de ser contrarios a la reforma de pensiones especialmente la de estilo chileno, todo lo contrario. Holzmann condujo un elaborado estudio econométrico del impacto de la reforma previsional chilena sobre el mercado de capitales de dicha nación en

1981-1995 y concluyó: no existe prueba fehaciente de que el establecimiento del sistema de capitalización plena e individual (ahorro individual) haya sido un factor decisivo, o un componente importante, para el desarrollo de los mercados financieros. No hay duda de que ha habido una expansión notable de los mercados financieros en Chile en los últimos 17 años, pero lo que prueba dicho estudio es que no se puede atribuir dicho efecto a la reforma de pensiones, sino que son otros los factores los determinantes de dicha expansión.

En su documento crítico, Martínez descarta rápidamente la conclusión del estudio del Dr. Holzmann (ampliamente citado en todo el mundo) como *"una opinión"* (p. 10). Para contrarrestar la misma, él cita a tres chilenos: el Presidente de la Bolsa de Santiago, el Gerente General de la misma y el Intendente de Valores de Chile, tres funcionarios que obviamente tienen un claro interés en defender el desempeño de sus propias instituciones. Pero los dos primeros no afirman siquiera que la reforma de pensiones haya determinado una expansión en la bolsa o mercado de capitales, simplemente se limitan a decir que la última ha crecido o que es más transparente o más sofisticada y tecnológica. El tercer funcionario apunta (sin aportar evidencia alguna) que *"nuestro mercado ha experimentado cambios estructurales importantes en los últimos años --entre otros factores-- [por] la incidencia de los inversionistas institucionales, tales como los fondos de pensiones, fondos de inversión*

extranjero, fondos mutuos y compañías de seguro..." (citado en el documento crítico de Martínez, p. 10). O sea, que de las tres citas sólo una se refiere al tema, e indica que los fondos de pensiones son uno entre varios factores que pueden haber creado "cambios estructurales" (sin especificar cuáles) en el mercado de capitales. En todo caso, ninguno de los tres ha realizado un estudio técnico o aportado pruebas sino que se limitan a dar su **opinión personal**, la cual dista de ser objetiva e imparcial. Martínez, aparentemente, ignora cuál es la diferencia entre un estudio científico y una opinión personal.

Es confusa la posición de Martínez en cuanto a la relación entre las dos variables: reforma de pensiones y mercado de capitales. Primero afirma rotundamente: **"POSEER UN MERCADO DE CAPITALES DESARROLLADO (INSTITUCIONES E INSTRUMENTOS) Y DIVERSAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN NO ES UN PRERREQUISITO PARA INSTAURAR UN SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL, SINO QUE MÁS BIEN ES UN RESULTADO DEL SISTEMA"** (p. 3 del documento crítico, así en el original; una aseveración similar pero no exacta da en el último párrafo de la p. 11). Esta es la posición de Piñera que Martínez trata de respaldar con las opiniones de los tres funcionarios chilenos citados arriba. Pero luego, él apunta: "...la evolución del fondo de pensiones y el desarrollo del mercado de

capitales chilenos han sido dos elementos que se han retroalimentado entre sí" (p. 24 del documento crítico, citando la p. 97 de su informe). Esto es una contradicción, pues en la primera cita, el desarrollo del mercado de valores es el resultado de la reforma de pensiones (la primera es la variable dependiente y la segunda es la variable independiente), mientras que de acuerdo con la segunda cita, hay influencias recíprocas (no hay relación clara de causa y efecto entre las variables). Martínez no aporta evidencia científica alguna para probar una u otra de sus posiciones.

Mi estudio afirmó que la bolsa y el mercado de capitales chilenos en 1980, cuando se promulgó la reforma de pensiones en Chile, estaban mucho más desarrollados que en El Salvador, punto que es aceptado por Martínez: **"Reafirmo, como lo indica el Dr. Mesa-Lago, que manifesté en 1996 [en su informe] que el mercado de capitales y valores ... salvadoreño es incipiente y que la Bolsa de Comercio de Santiago tenía cerca de 90 años de existencia al quinto año de operación del sistema de pensiones chileno..."** (p. 24, así en el original, excepto el subrayado que es mío). Martínez no parece comprender mi punto fundamental: que la diferencia entre los mercados de capitales de los dos países (aceptada por él), reduce la posibilidad de que el sistema de ahorro salvadoreño duplique el éxito del sistema chileno.

IX. TRES CRÍTICAS AL SISTEMA MIXTO PROPUESTO POR EL ESTUDIO DE LA FES

En esta sección final refuto brevemente tres críticas de Martínez referidas a nuestra propuesta de un sistema mixto de pensiones: (1) no incluye ninguna reforma al mercado de capitales salvadoreño; (2) elimina el requisito de giro exclusivo de las AFPs; y (3) responde más a la necesidad de reducir el costo fiscal de la quiebra del sistema antiguo que a lograr un mayor bienestar para los trabajadores en el nuevo sistema.

1. "La propuesta del sistema mixto... NO INCLUYE NINGUNA REFORMA al mercado de capitales salvadoreño. ¿Significa esto que ya no es necesario que el [referido mercado] esté suficientemente desarrollado para que los fondos de pensiones logren sus objetivos de inversión y rentabilidad? ¿Qué pasó con la necesidad de contar con 'suficientes alternativas para la inversión de los cuantiosos recursos que acumulan los fondos de pensiones?' (p. 12).

Nuestra propuesta resulta en una menor acumulación del fondo de pensiones en el componente de CPI o ahorro individual (aproximadamente la mitad) que en el sistema sustitutivo de la LSAP. Esta menor acumulación permite una absorción más gradual y fácil por el mercado de valores que en el sistema actual. Si resultase que el componente de CPI genera una alta rentabilidad en el mediano y largo plazo, entonces podría transferirse parte del fondo

del componente público al de CPI. Si ocurre lo contrario se mantendría la composición actual. También proponemos una mayor coordinación entre las Superintendencias de Pensiones y Valores a los efectos de promover la diversificación de la cartera, y rangos para la inversión iguales a los recomendados por Martínez, en vez de los establecidos por la LSAP, con el mismo objeto. Aunque no se especifica en nuestra propuesta (que no es proyecto detallado o Anteproyecto de Ley), proponemos otros cambios para hacer la Superintendencia de Pensiones más independiente: (a) que los tres puestos superiores sean desempeñados por especialistas calificados y con experiencia, cualidades que se controlarían por la Asamblea Legislativa; (b) que el nombramiento del Superintendente se hiciera por dicha Asamblea y por un periodo de seis años a fin de que no coincidiese con el periodo presidencial (como se hace con el director del Federal Reserve Bank en los EE.UU. o con el presidente del Banco Central de Chile); y (c) que la Asamblea Legislativa pudiese interpelar al Superintendente si hay evidencia que el mismo no cumple con sus funciones e independencia del gobierno.

2. "La propuesta ... 'elimina el requisito de giro exclusivo de las AFPs, es decir, pueden participar en calidad de administradoras de fondos de pensiones entidades financieras acreditadas como tales por la Superintendencia de Pensiones y reguladas

estrictamente por esta entidad' para garantizar una mayor participación de AFPs en el mercado y reducir los costos administrativos del sistema privado. Esto resulta inaplicable desde todo punto de vista económico y financiero..." [este tema se extiende más de dos páginas y no es posible contestarlo aquí, excepto en lo esencial].

El mercado de asegurados de El Salvador es extremadamente pequeño (unos 420,000), el más pequeño entre los ocho países que han implantado una reforma de pensiones de tipo estructural después de Bolivia que tiene 356,000 asegurados. En este último país, el gobierno sólo ha autorizado dos AFPs, ha repartido a los asegurados entre las dos en base a su residencia y no se les permite cambiarse entre ellas hasta el año 2000. Los países con un gran número de asegurados, como México (11 millones) y Argentina y Chile (alrededor de 5.5 millones) son los que tienen el mayor número de AFPs. En El Salvador se han aprobado cinco AFPs, pero la experiencia de otros países es que surge un número mayor al principio y luego se reduce por fusiones, por ejemplo, Perú tiene más de un millón de asegurados (más del doble que El Salvador) y comenzaron ocho AFPs que se han reducido a cinco y se proyecta que quedarán cuatro. Es predecible que en El Salvador quedarán unas tres AFPs lo que impedirá la competencia. El tope máximo impuesto por la LSAP para comisiones y primas de las AFPs es de 3.5% (bajando gradualmente a 3%), en el primer año esto equivale al 58% de las cotizaciones combinadas del trabajador y el empleador. Hay países en que las administradoras de pensiones no son de giro exclusivo, precisamente para facilitar la competencia y reducir los costos. Un funcionario del Banco Mundial ha propuesto que, en países con un número

pequeño de asegurados como en El Salvador, se amplie el mercado permitiendo administradoras que no sean de giro exclusivo pero con las reglas incluidas en nuestra propuesta (Hemant Shah, "A Critical Analysis of the Current Design of Private Pension Systems in Latin America: Cause of Concern?", 1997). Martínez debería de informarse mejor de lo que ocurre en otros países y de la literatura especializada mundial, antes de hacer afirmaciones que carecen de fundamento.

3. "La propuesta... del sistema mixto responde más a la necesidad de 'reducir el costo fiscal de la quiebra del antiguo sistema de pensiones, que a lograr un mayor bienestar para los trabajadores del nuevo sistema...es IMPOSTERGABLE la reforma del sistema público de pensiones" (p. 14 y siguientes).

El costo de transición del actual sistema sustitutivo fue calculado por una institución chilena, asesora del gobierno salvadoreño, en más de 175,000 millones de colones. El actuario Fabio Durán Valverde, co-autor de nuestro estudio, revisó esas cifras, corrigiendo sus múltiples errores, y la redujo a más de 64,000 millones de colones. Aún así esta deuda es enorme y pesará sobre la población salvadoreña por muchos años. Dicho costo resulta de cerrar el sistema antiguo y traspasar a la inmensa mayoría de los asegurados al sistema nuevo, lo cual genera tres costos fiscales: el déficit pensional del sistema antiguo, el certificado de traspaso y la garantía estatal de una pensión mínima. Dichos costos se evitan en el sistema mixto porque no hay transferencia de asegurados. Si Martínez hubiese leído nuestra propuesta cuidadosamente, sabría que la misma jamás propone mantener el sistema público en su forma anterior (como él afirma con letras



mayúsculas), sino reformarlo radicalmente (basarlo en un sistema de capitalización parcial colectiva) para hacerlo viable durante un periodo mínimo de 60 años, y combinarlo con un componente obligatorio de ahorro individual básicamente igual al del sistema creado por la LSAP. El actuario Durán ha estimado que el componente público reformado del sistema mixto acumulará una reserva de 11,000 millones de colones en 2060, y esto sin contar la

acumulación en el componente privado de CPI. Ni Martínez, ni ninguno de nuestros críticos ha aportado prueba alguna de que los cálculos actuariales de Durán son erróneos y ellos están publicados y distribuidos masivamente en el país. Es curioso, sin embargo, que ni Martínez ni ninguno de nuestros críticos haya demandado a la Superintendencia de Pensiones que publique sus proyecciones del costo fiscal y explique cómo va ser financiado.