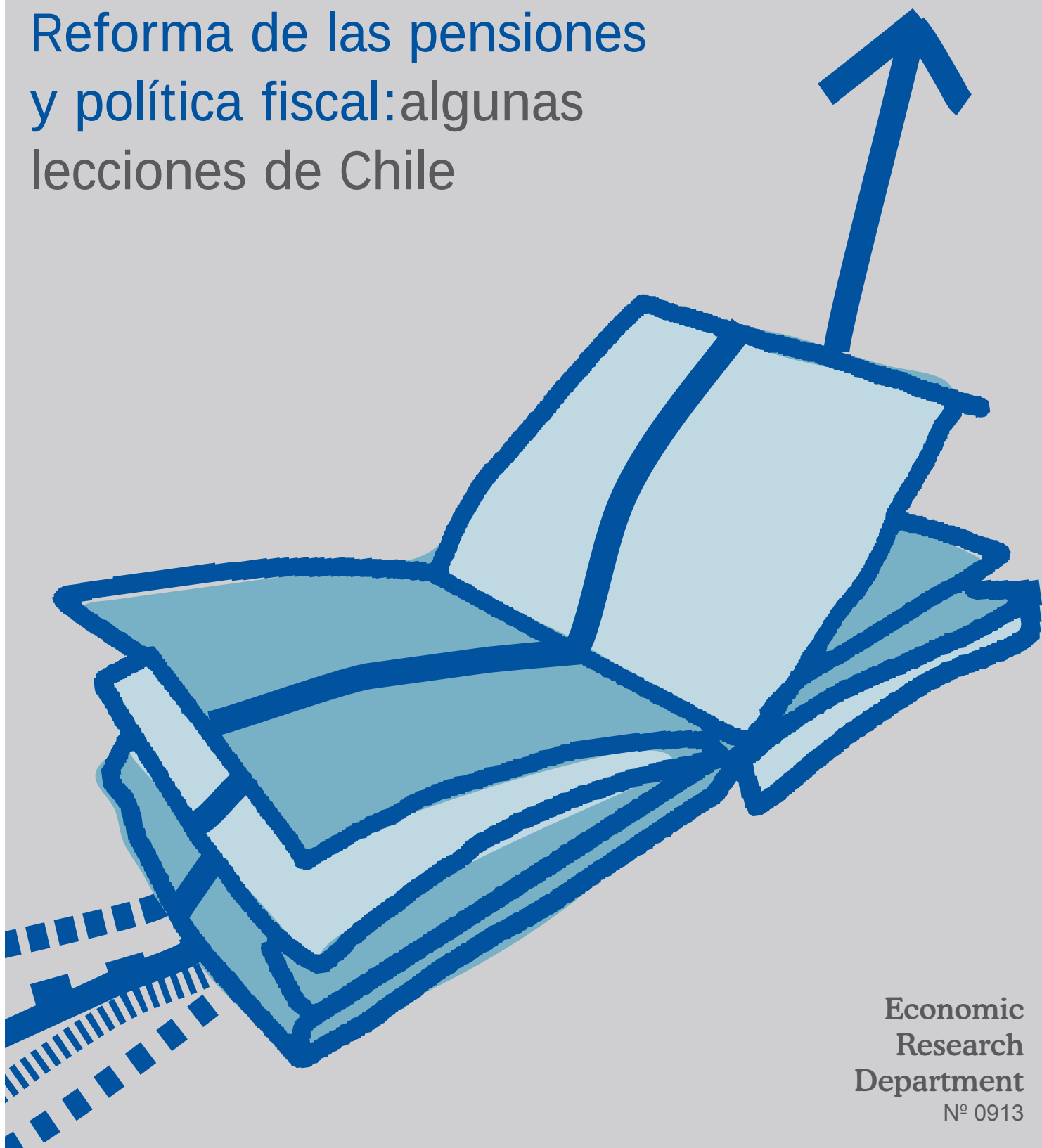


WORKING Papers

Reforma de las pensiones
y política fiscal: algunas
lecciones de Chile



Economic
Research
Department
Nº 0913

Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile*¹

Ángel Melguizo^a, Ángel Muñoz^b, David Tuesta^c y Joaquín Vial^{b,c}

a Centro de desarrollo de la OCDE

b Pensiones y seguros del BBVA

c Servicio de Estudios Económicos del BBVA

1 de julio de 2009

Resumen

En este documento analizamos los costes fiscales a corto y medio plazo derivados de la reforma estructural del sistema de pensiones, tomando a Chile como ejemplo. El sistema de pensiones chileno, basado en cuentas de capitalización individual gestionadas por el sector privado está funcionando desde hace casi 30 años, lo que permite analizar con garantías el impacto de los sistemas de pensiones privados en las cuentas públicas. Además, en la actualidad se está implementando una reforma que cambia radicalmente el pilar solidario. En este documento sostenemos que aunque los costes de la transición fiscal son mucho menores que sus beneficios, suelen ser altos y persistentes, por lo que es aconsejable una consolidación fiscal antes de embarcarse en el proceso. Esto también permite solventar la falta de cobertura que provoca la informalidad del mercado de trabajo, como se demuestra para Chile, Colombia, México y Perú. Finalmente, en términos más generales, la posibilidad de “exportar” este tipo de reforma de las pensiones no solo depende de su diseño específico, si no de la calidad las instituciones públicas y de regulación del mercado.

Palabras clave: reforma de las pensiones, deuda implícita, costes fiscales, pilar solidario, pensión mínima, Chile.

Clasificación JEL: E62, H55, H68.

* Este artículo se presentó en el 11º seminario del Banco de Italia sobre la reforma de las pensiones, política fiscal y situación económica, celebrado en Perugia en marzo de 2009. Queremos agradecer la discusión de Teresa Ter-Minassian y los comentarios de Glenn Follette, Joaquim Oliveria y Rafael Rofman. Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal y Carolina Romero ofrecieron una asistencia de investigación muy eficiente. Las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan necesariamente las opiniones del BBVA o del Centro de desarrollo de la OCDE. Persona de contacto: Ángel Melguizo. Correo electrónico: angel.melguizo@oecd.org. Correo postal: 2 Rue André Pascal, 75775 París CEDEX 16, Francia.

1. Motivación

El informe *Averting the old age crisis. Policies to protect the old and to promote growth* (Cómo prevenir la crisis de la tercera edad. Políticas para proteger a las personas mayores y promover el crecimiento) del Banco Mundial, publicado en 1994, establecía la agenda de la reforma de las pensiones, en particular para América Latina². La rápida transición demográfica, el debilitamiento de las redes de protección informales y la carga financiera presente y prevista justificaban la necesidad de establecer un sistema de pensiones con varios pilares, con la participación complementaria del sector público y privado.

La "reforma estructural de las pensiones" (entendida como la introducción de cuentas de capital individuales obligatorias gestionadas por el sector privado) también se esperaba que produjera efectos macroeconómicos positivos, en concreto el aumento de la inversión y el ahorro internos, el incremento del empleo formal, el desarrollo de los mercados financieros y de capital internos y un ritmo de crecimiento potencial más alto (ver Banco Mundial, 1994 y Lindbeck y Persson, 2003 para una visión a favor del crecimiento, y Barr, 2000, Orszag y Stiglitz, 2001 y Barr y Diamond, 2006 para un análisis crítico).

La evidencia sobre estos efectos macroeconómicos es controvertida (ver Gillet al., 2005 para América Latina). Aunque posiblemente es demasiado pronto para analizarla, debido al período de tiempo que ha transcurrido desde las reformas (alrededor de quince años de media, con reglas de transición de larga duración), parece que los incentivos para incorporarse al sector formal y realizar contribuciones al nuevo sistema, y el impacto previsto sobre el crecimiento potencial son inferiores a lo esperado. Sin embargo, el consenso general es que la posición fiscal a largo plazo de las economías reformadas es bastante más sólida. La carga financiera de las pensiones se ha reducido (al menos las correspondientes a los futuros pensionistas), y han salido a la luz la mayoría de los costes implícitos, aumentando la transparencia del sistema en su conjunto. No obstante, este proceso no es sencillo. Los países que realizan este tipo de reformas soportan considerables costes fiscales iniciales, ya que los pensionistas continúan con las antiguas normas, mientras que algunos o incluso todos los afiliados se

² Perú (1993), Colombia (1994), Argentina (1994, con una nueva reforma en 2008), Uruguay (1996), México y Bolivia (1997), El Salvador (1998), Costa Rica y Nicaragua (2000) y República Dominicana (2003) siguieron la experiencia de Chile (1981), introduciendo cuentas de capital individuales obligatorias gestionadas por el sector privado.

cambian al nuevo sistema. Además, todos los sistemas gestionados privadamente mantienen un pilar de solidaridad.

La reforma de las pensiones chilena representa, por tanto, un experimento natural idóneo. El sistema ha estado en vigor durante casi 30 años y disfruta de un amplio apoyo político y social. Además, la economía chilena muestra algunos de los efectos macroeconómicos positivos mencionados anteriormente. Según las estimaciones de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003), el impacto global de la reforma de las pensiones (en el ahorro, la inversión, el empleo y la productividad total de los factores) podría explicar casi una décima parte del crecimiento de la economía chilena hasta 2001. El país disfruta de una saludable posición fiscal y está entrando en una fase en la que los compromisos fiscales derivados del proceso de transición empiezan a disminuir. Finalmente, la reforma de las pensiones, aprobada en 2008, refuerza significativamente la estructura y el tamaño del pilar de solidaridad. Por estos motivos, en este documento analizamos el impacto fiscal de la reforma estructural de la pensiones usando como ejemplo el caso chileno.

De manera resumida, en el artículo se sostiene que el impacto fiscal provocado por los costes de transición y el pilar de solidaridad es elevado y persistente (en línea con el análisis de Mesa-Lago, 2004), pero a largo plazo es muy inferior al de los sistemas no reformados. Además, debería tenerse en cuenta su composición, ya que existen diferencias significativas dentro del "coste de transición", especialmente desde una perspectiva internacional (incluye el déficit operativo del sistema antiguo, los bonos de reconocimiento y las pensiones mínimas). Nuestro análisis sugiere algunas recomendaciones de política económica: la posición fiscal es más favorable si la reforma se apoya en una buena combinación de instituciones públicas y de regulación del mercado, un desarrollo gradual de los mercados financieros, una consolidación fiscal previa a la reforma y un cuidadoso diseño de la regulación del trabajo y las pensiones.

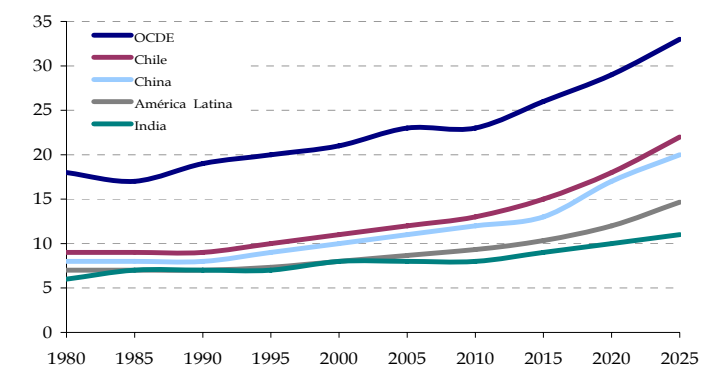
El artículo se organiza del modo siguiente. En la siguiente sección resumimos las "promesas" de la reforma de las pensiones en el frente fiscal y se presentan los resultados principales para Chile. En la tercera sección se realiza una evaluación preliminar de la reforma en marcha, centrada en el pilar de las pensiones mínimas. En la cuarta sección ampliamos el marco geográfico, resaltando las restricciones fiscales y algunas de las características principales de los pilares de solidaridad en Colombia, México y Perú. Finalmente, en la quinta sección se exponen algunos criterios para evaluar la posibilidad de "exportar" la reforma chilena.

2. La promesa y el resultado de la reforma de las pensiones: el impacto fiscal

Tal como afirman Holzmann y Hinz (2005), el principal objetivo de la reforma de las pensiones es lograr unas pensiones adecuadas, financiables, sostenibles y sólidas, y que contribuyan al mismo tiempo al desarrollo económico. La reforma chilena tuvo muy en cuenta la sostenibilidad fiscal³.

En los años ochenta, Chile era una sociedad muy joven. La población mayor de 65 años era solo el 10 por ciento de la población activa en 1980, comparada con el 20 por ciento en promedio en la OCDE, según datos de las Naciones Unidas (véase el Gráfico 1). A pesar de ello, ya había serias preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal de las prestaciones de las pensiones del antiguo sistema en el momento de la reforma en 1981. Los trabajadores se jubilaban muy jóvenes y la legitimidad del sistema de pensiones había estado cuestionada durante más de 20 años debido a las desigualdades entre los diferentes planes de jubilación. Las proyecciones de la Dirección de Presupuestos a finales de los 70 predecían un aumento significativo de la carga fiscal en caso de no realizarse la reforma, debido a las excesivas prestaciones de algunos de estos planes y el agravamiento de las presiones por envejecimiento. El Banco Mundial calculó un escenario sin reformas, en el que la deuda implícita por las pensiones del sistema hubiera sido alrededor de un 130 por ciento del PIB en 2001, la mayor de la región tras Uruguay (Zvinieny y Packard, 2004).

Gráfico 1. Tasa de dependencia de adultos mayores, 1980-2025
(L+65/L15-64)



Nota: América Latina es la media simple de Colombia, México y Perú

Fuente: Naciones Unidas. Perspectivas de población mundial: Revisión de 2006

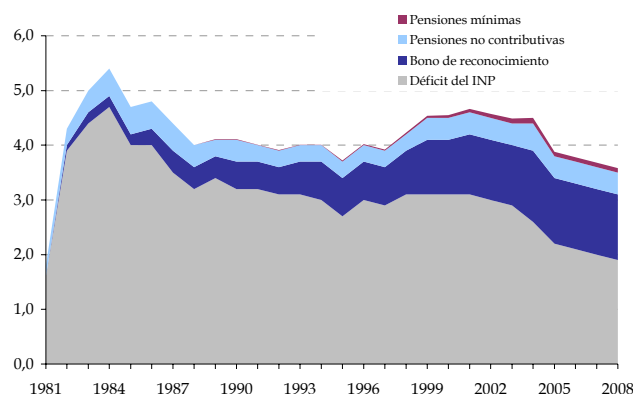
³ Para encontrar una descripción del contexto y el contenido de la reforma, véase Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (2003), Arenas et al. (2006) y Favre et al. (2006), y más recientemente Iglesias (2009).

La experiencia chilena demuestra que la reforma de las pensiones conlleva notables esfuerzos presupuestarios, pero que puede ser asumible si prevalece el rigor fiscal. Uno de los problemas principales cuando un país reemplaza un sistema de prestaciones tradicional de reparto (*pay as you go* PAYG, en inglés) y beneficio definido por uno nuevo basado en cuentas individuales de capitalización es el coste fiscal "puro" de la transición. En primer lugar, cuando los afiliados se cambian al nuevo sistema (un proceso que en Chile era voluntario para los que ya estaban en el mercado de trabajo antes de la reforma, y obligatorio para los que se incorporaban posteriormente), generan una brecha financiera en el antiguo plan ("déficit operativo"), debido a que trasladan sus contribuciones de uno al otro. Esta brecha aumenta si la reforma se realiza en las últimas fases de la transición demográfica, cuando la tasa de dependencia de las personas jubiladas tiene una tendencia ascendente. En Chile esta categoría de gasto constituyó el porcentaje más alto del PIB en 1984, alcanzando 4,7 puntos porcentuales (p.p.), tal como indica el Gráfico 2.

El análisis es algo más complejo, ya que una gran parte de las pensiones del antiguo sistema pagadas por el Instituto de Normalización Previsional (INP) eran, y aún son, pensiones mínimas de jubilados, y su nivel depende de decisiones políticas (y no solo técnicas, ni relacionadas con la transición), tal como afirma Valdés (2006). En segundo lugar, el gobierno puede compensar a los trabajadores que cambien del sistema antiguo al nuevo por las contribuciones realizadas en el pasado, conforme al contrato social implícito que caracteriza los sistemas de beneficio definido. En Chile, esta compensación se realizó emitiendo un bono del gobierno con una tasa de rentabilidad real anual del 4 por ciento para cada afiliado que hubiera aportado contribuciones al antiguo sistema. El tamaño de este "bono de reconocimiento" dependía del número de años y de la cantidad de contribuciones al antiguo sistema. Se tiene derecho al bono a la edad legal de retiro (65 para los hombres, 60 para las mujeres). Por lo tanto estos costes fiscales llegan más tarde en el caso de Chile y podrían ser altos, como demuestra la experiencia chilena (ver Bennet y Schmidt-Hebbel, 2001, Arenas y Gana, 2005 y Valdés, 2006). Según las estadísticas oficiales, el gasto público en

“bonos de reconocimiento”⁴ ha ido en continuo aumento, hasta llegar al 1,2 por ciento del PIB en 2008.

Gráfico 2. Déficit de transición del sistema de pensiones civiles de Chile
(% del PIB)



Nota: el sistema militar agregaría por término medio 1,5 puntos porcentuales del PIB
Fuente: Dirección de Presupuestos de Chile, Arenas y Gana (2005), y elaboración propia

Finalmente, otro origen de costes fiscales, que puede coincidir en el tiempo con las dos anteriores, pero que es independiente de la propia transición, proviene del gasto en el pilar de solidaridad. En Chile, este pilar estaba compuesto por el seguro estatal de pensión mínima (SEPM, una prestación para aquéllos que hubieran cotizado al menos durante 20 años), y una prestación no contributiva para personas ancianas y discapacitadas con rentas bajas (PASIS). En total, añadieron permanentemente alrededor de 0,5 p.p. del PIB al "déficit de transición" total en 2008.

En su conjunto, nuestra valoración es que el "déficit de transición" ha sido relativamente alto (alrededor de 4,0 p.p. del PIB) y persistente⁵, a pesar del hecho de que Chile implementó la reforma en las primeras fases del envejecimiento. Pero, resulta esencial identificar y explicar cada uno de estos factores por separado.

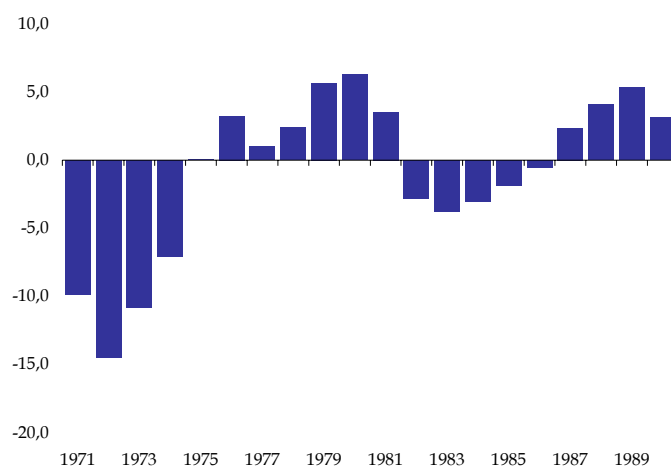
Lo que es más notable en el caso de Chile, además del extraordinario aumento del gasto fiscal en pensiones, es que tuvo lugar al mismo tiempo que bajaba la carga impositiva total en unos 10 p.p. del PIB. A pesar de ello, las cuentas fiscales tuvieron superávit la mayor parte del tiempo desde finales de los años ochenta. El proceso de consolidación fiscal comenzó a mediados de los años setenta, y al final de la década

⁴ Una lección negativa de la experiencia chilena, tal como indica Vial (2008), es la pobre gestión de los bonos de reconocimiento debido a la ausencia de estadísticas exactas sobre el historial de los trabajadores, y la falta de estadísticas fiables, incluso hoy en día, para realizar previsiones adecuadas.

⁵ Una rúbrica adicional, que se incluye normalmente en el "coste de transición", es el déficit de pensiones durante el régimen militar, 1,5 p.p. del PIB de media desde 1980. Véase el Cuadro A1 del Anexo.

estaba previsto un superávit importante (véase el Gráfico 3)⁶. Según Melguizo y Vial (2009), las autoridades decidieron usar estos recursos para financiar la reforma de las pensiones y reducir la carga impositiva. Aunque esto ocurrió durante el gobierno militar, la posición fiscal siguió teniendo superávit después del cambio a un régimen democrático en 1990. Esta acertada política fiscal quizá haya mejorado la calificación de riesgos crediticios, ya que los mercados financieros y las agencias de calificación en particular no dan mucha importancia a los pasivos implícitos y se centran en la deuda pública explícita (Cuevas et al., 2008).

Gráfico 3. Capacidad o necesidad de financiación del gobierno central de Chile
Caja, % del PIB)



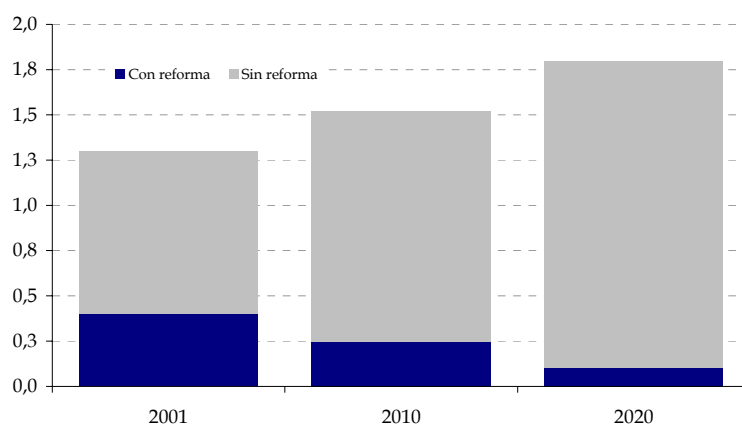
Fuente: Melguizo y Vial (2009)

Los efectos de largo plazo de la sustitución del antiguo sistema sobre las cuentas fiscales han sido positivos, tal como muestran casi todas las previsiones (veánse Bennett y Schmidt-Hebbel, 2001 o Favre et al., 2006), así como las estimaciones del Banco Mundial sobre la evolución de la deuda implícita de las pensiones. Utilizando el programa PROST (*Pension Reform Options Simulation Toolkit*), se observa que la deuda implícita puede haberse reducido en el caso de Chile de 211 p.p. del PIB en 2050 sin la reforma de las pensiones, a cero después de la reforma (Zvinienie y Packard, 2004 y Gill et al., 2005). Estas ventajas son patentes incluso a corto y medio plazo. De acuerdo con las mismas previsiones, en ausencia de la reforma estructural, la deuda

⁶ El deterioro de las cuentas fiscales después de 1981 fue cíclico, debido a la crisis económica de 1982-1983, en la que el PIB cayó un 17 por ciento en términos reales.

implícita de las pensiones en 2010 habría sido 1,5 veces el PIB chileno (frente a tan sólo el 25 por ciento después de la reforma).

Gráfico 4. Deuda implícita del sistema de pensiones en Chile
(Escenario con reforma y sin reforma, % del PIB)



Fuente: Zvinieny y Packard (2004)

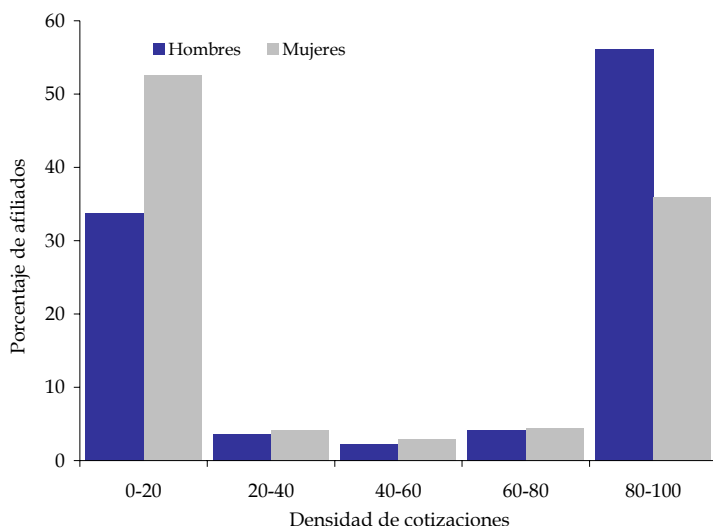
Aunque la reforma redujo significativamente las desigualdades del sistema de pensiones chileno y fortaleció su posición fiscal a largo plazo, no solucionó el problema crónico de ofrecer una cobertura adecuada a todos los trabajadores. Por una parte, las proyecciones mostraban que las mujeres tendrían unas tasas de sustitución muy bajas, debido a una mayor esperanza de vida (pero una edad de jubilación legal menor) y a unos índices de participación laboral y unos niveles salariales tradicionalmente menores. Por otra parte, Chile comparte, aunque en menor medida, una tendencia general con las economías emergentes: muchos miembros de la población activa tienen una inserción muy precaria en el mercado de trabajo, con flujos frecuentes entre el sector formal, el sector informal y el desempleo. Como muestra el Gráfico 5, alrededor del 34 por ciento de los hombres afiliados al sistema privado de pensiones tiene una densidad media de cotizaciones inferior al 20 por ciento (es decir, realizan contribuciones a la administración de fondos de pensiones menos de tres meses al año), una cifra que asciende al 53 por ciento en el caso de las mujeres. Esto significa que más de un tercio de la población activa no tendría un seguro social de jubilación adecuado del sistema de pensiones obligatorio. Como la garantía de pensión mínima (SEPM) está diseñada para proporcionar protección a los trabajadores de rentas bajas con 20 años o

más de cotización (alrededor de un 50 por ciento de densidad de cotizaciones) esto también significa que estos trabajadores tenían una probabilidad reducida de recibir esa prestación financiada por el gobierno.

Es importante tener en cuenta que no todos aquellos que no contribuyen regularmente necesitan una ayuda fiscal: algunos trabajadores autónomos han decidido no cotizar e invertir en pequeños negocios para proveerse de un seguro social de jubilación en lugar de contribuir a sistemas de seguridad social (la afiliación era voluntaria para los trabajadores en Chile hasta el último conjunto de reformas). Sin embargo, no hay duda de que el sistema no proporcionaba suficiente cobertura para todos, especialmente con los flujos entre el mercado de trabajo formal e informal.

En términos más generales, está claro que a pesar de los mejores incentivos laborales que presentan los planes de pensiones de contribución definida (basados en una vinculación plena entre las cotizaciones y las prestaciones), la reforma de las pensiones no es un sustituto de unas instituciones sociales, laborales y macroeconómicas adecuadas.

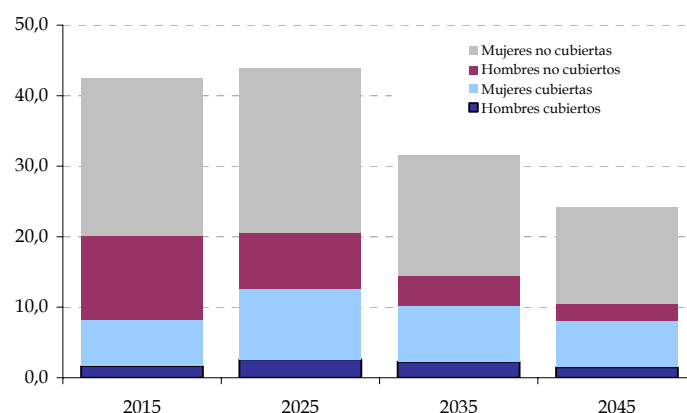
Gráfico 5. Densidad de cotizaciones por sexo en Chile, 2004-2006



Fuente: Encuesta de Previsión Social de 2006

Sobre la base en un modelo macro-actuarial del sistema de pensiones chileno⁷, con vínculos con las previsiones demográficas de las Naciones Unidas y las finanzas públicas, Favre et al. (2006) proyectaban que más del 40 por ciento de afiliados hasta 2025 acumularían derechos a pensiones por debajo de la pensión mínima contributiva a la edad de jubilación (véase el Gráfico 6). Entre ellos, solo entre el 20 y 30 por ciento hubiera tenido derecho a la pensión mínima contributiva, después de haber cotizado durante 20 años. El problema de la falta de cobertura se agrava en el caso de las mujeres, que representan tres cuartas partes de los afiliados que necesitan, pero no tienen derecho a prestaciones contributivas. Estos resultados eran ampliamente compartidos por los analistas del sector público y privado (véanse, entre otros, Faulkner-MacDonagh, 2005 y Arenas, 2008). En el escenario central de Bernstein et al. (2005), procedente del supervisor de pensiones chileno, el 55 por ciento de los afiliados tendría derecho a pensiones por debajo de la pensión mínima, y entre ellos, solo una décima parte percibiría la SEPM.

Gráfico 6. Proyección de los beneficiarios de una pensión mínima en Chile
(Escenario sin reforma, porcentaje de pensionistas)



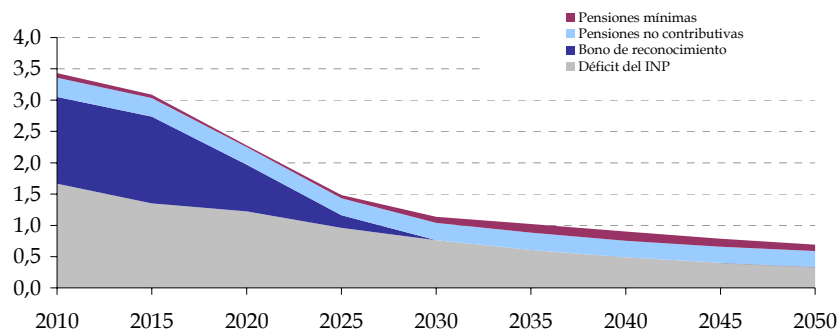
Fuente: Favre et al. (2006)

Al mismo tiempo, las previsiones existentes anticipaban una disminución significativa de los compromisos fiscales a partir de 2020. Como muestra el Gráfico 7 (y el Cuadro A4), el déficit global de la transición se reduciría hasta el 2,3 por ciento en 2020 y el 1,5 por ciento en 2025, gracias a la expiración de los bonos de reconocimiento

⁷ El modelo incorpora 19 cohortes (pensionistas, afiliados y futuros afiliados), desglosadas en cuatro grupos de densidad de contribuciones (Gráfico A1 del Anexo), género y nivel salariales. El resultado del sistema de pensiones en términos de nivel de pensión y tasa de sustitución, cobertura y costes fiscales se basa en previsiones demográficas y macroeconómicas en línea o idénticas a las oficiales, comenzando a partir de la situación institucional de diciembre de 2004. Los resultados seleccionados se resumen en los Cuadros A2 y A3.

y a la disminución gradual del déficit operativo del INP (el coste "puro" de la transición). Las previsiones oficiales del Ministerio de Finanzas chileno (Arenas y Gana, 2005 y Arenaset al., 2008) son incluso más favorables, reduciendo el déficit de la transición hasta el 1,8 por ciento en 2020 y el 1,3 por ciento en 2025.

Gráfico 7. Proyección del déficit de transición del sistema de pensiones civiles de Chile
(Escenario sin reforma, % del PIB)



Fuente: Favre et al. (2006)

De modo que, según las antiguas normas, aquéllos que necesitaban la cobertura de la pensión mínima no tenían derecho a ella, mientras que los que sí tenían derecho no la necesitaban. Por lo tanto, la red de protección social en Chile era, siguiendo el criterio del Banco Mundial, asumible y fiscalmente sostenible, pero no adecuada ni socialmente sostenible.

3. La reforma en marcha: fortaleciendo el sistema redistributivo

25 años después de que se implantara el nuevo sistema, en un momento en el que los ahorros acumulados en las cuentas de pensiones obligatorias han alcanzado el 60 por ciento del PIB, y justo antes que estos trabajadores que se traspasaron empiecen a alcanzar la edad de jubilación, surgió un vivo debate en Chile sobre la necesidad de introducir ajustes adicionales. El diseño de la transición permitió cierta libertad de acción a corto plazo, ya que incorporó fuertes incentivos para que los trabajadores jóvenes cambiasen del sistema público de reparto al nuevo, mientras que los de mediana edad permanecían en el anterior (la proporción de pensionistas del nuevo sistema es todavía limitada y una gran mayoría de ellos corresponde a prejubilados con rentas altas). Además, hubo un extenso debate sobre los costes de administración de las cuentas de capitalización privadas, y la necesidad de aumentar la competencia para

reducir las tarifas. Finalmente, un tercer catalizador del debate fue la opinión por parte del sector respecto a una revisión de los límites de inversión.

El gobierno chileno que llegó al poder en 2006 nombró un consejo nacional (Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional)⁸ para analizar y establecer la agenda de la reforma de las pensiones, conservando sus componentes principales. Este consejo tuvo una composición plural y sus miembros eran personas con gran reputación y extensos conocimientos académicos. Lo presidió Mario Marcel, un respetado economista con excelentes credenciales fiscales. Durante cinco semanas, el Consejo celebró una amplia ronda de consultas, que incluyó a todas las organizaciones empresariales y sindicales más importantes, investigadores, y expertos internacionales. Después de ello, el Consejo presentó al gobierno un informe exhaustivo que gozó de gran legitimidad y de un fuerte apoyo técnico. Este informe fue la base de un proyecto de ley que el gobierno envió al Congreso a finales de 2006 y fue aprobado a principios de 2008. La gran virtud de este proceso es que aportó legitimidad técnica y política a las nuevas reformas.

El Cuadro 1 compara los elementos principales del diagnóstico, compartido por el Consejo y los analistas, así como la ley 20.255 aprobada en marzo de 2008. La conclusión principal fue que el sistema era adecuado, estaba funcionando bien, pero que se debía actualizar. Tal como indica el informe del Consejo, el sistema de capitalización individual no ha fallado como mecanismo de financiación de prestaciones. Aún más, generará pensiones con unas tasas de sustitución cercanas al cien por cien para aquellos trabajadores con trabajos formales y un historial de cotizaciones regular durante su vida laboral⁹. El Consejo también concluyó que el sistema ha sido beneficioso para el país en términos de crecimiento económico y de desarrollo de los mercados financieros.

Sin embargo, resalta la necesidad de actuar con prontitud, antes de que la mayoría de los afiliados que se traspasaron del sistema antiguo al nuevo alcance la edad de jubilación. Los problemas más acuciantes que se debían solucionar, según el Consejo, eran fortalecer el primer pilar (las pensiones mínimas), aumentar la cobertura del sistema y la densidad de las cotizaciones, incrementar la igualdad de género, mejorar la competitividad y reducir costes, generar mejores condiciones para la

⁸ Véase www.consejoreformaprevisional.cl.

⁹ Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006).

inversión y algunos otros puntos de naturaleza más general (una mejor educación financiera o ampliar los fondos de pensiones voluntarios)¹⁰.

Cuadro 1. Sistema de pensiones de Chile. Diagnóstico y reforma

Diagnóstico	Ley 20.255 (marzo de 2008)
Riesgo de pobreza en la vejez (cobertura)	Nuevo pilar redistributivo (SPS)
Baja densidad de cotizaciones entre los autónomos	Cotización obligatoria gradual Ventajas fiscales (las mismas que para los trabajadores dependientes)
Bajas tasas de sustitución previstas para las mujeres	Contribuciones públicas en caso de maternidad
Baja competencia	Licitación de nuevos afiliados (basada en comisiones) Participar en la licitación del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia

El primer reto ("fortalecer el primer pilar") se consideraba prioritario y el gobierno impulsó una reforma muy ambiciosa, estableciendo un nuevo pilar redistributivo, el Sistema de Pensiones Solidarias (SPS)¹¹. Este pilar se implementará gradualmente entre 2008 y 2012, financiado a partir de los ingresos generales del presupuesto gubernamental. Para este objetivo, se creó un fondo de reserva que se evaluará cada tres años. El objetivo principal del SPS es ofrecer cobertura a cada pensionista (mayores de 65 años y discapacitados) con rentas inferiores al 60 por ciento de la población según el censo nacional (comenzando desde el 40 por ciento en 2008). El SPS no requeriría ninguna contribución al sistema de pensiones, y sustituiría por completo al PASIS (Programa de Pensiones Asistenciales) y SEPM existentes en 2023.

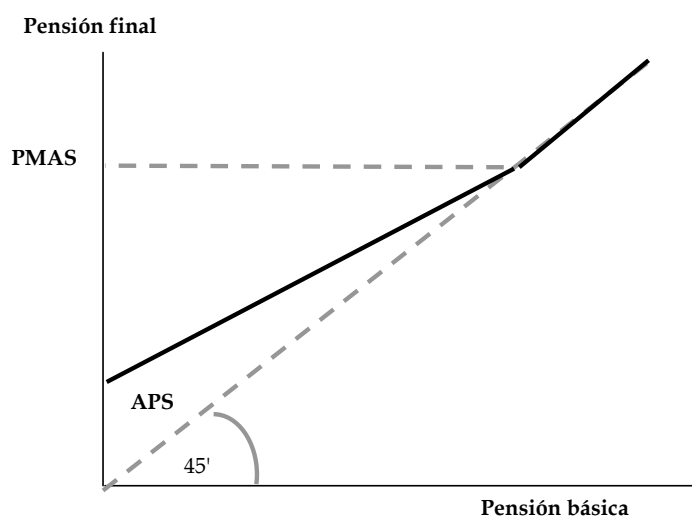
El valor mínimo de la prestación social para los jubilados está establecida por ley (75.000 pesos chilenos al mes en 2009, alrededor de 100 euros), la denominada Pensión Básica Solidaria (PBS) para aquellos que no hayan cotizado en el sistema de pensiones.

¹⁰ Rofman et al. (2009), en este volumen, subraya los paralelismos de los retos que afrontan los sistemas argentino y chileno, y los enfoques políticos opuestos. Por ello, el resultado y los efectos previstos serán diferentes.

¹¹ Favre et al. (2006) concluyen que el problema de cobertura se debía a la baja densidad de contribuciones y a unos requisitos demasiado estrictos para acceder a la SEPM. Para aumentar la densidad, la nueva ley hace obligatorias de forma gradual las contribuciones para los trabajadores independientes. También mejora los incentivos para que contribuyan estos trabajadores (tratamiento fiscal similar, ampliación de otras prestaciones de seguridad social), y moviliza el sistema tributario como una herramienta para aumentar la recaudación. Respecto al segundo problema, varios analistas y la asociación de administración de fondos de pensiones propusieron la gradación de los requisitos para acceder una fracción del valor de la SEPM. Las simulaciones mostraban que esta medida era suficiente cubrir a la mayoría de los trabajadores desprotegidos, mientras que los que no quedaban dentro de este plan, todavía podían solicitar un PASIS, una vez que agotaran sus ahorros. La reforma ha ido más lejos.

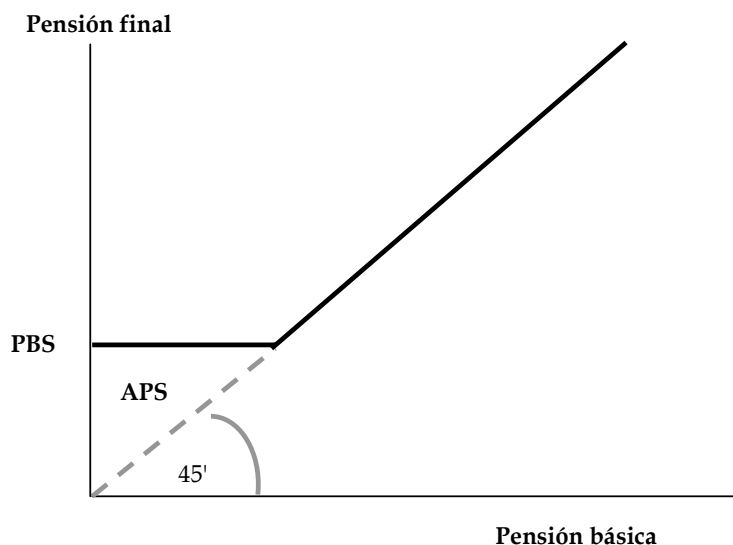
Como se representa en el Gráfico 8, la prestación disminuiría gradualmente con el tamaño de la pensión autofinanciada, llegando a cero de la Pensión Máxima con Aporte Solidario - PMAS (255.000 pesos chilenos al mes en 2012, 340 euros)¹². En este caso alternativo, la prestación se denomina Aporte Previsional Solidario (APS), ya que es una prestación pública complementaria. Para mantener los incentivos a fin de que los trabajadores contribuyan al sistema, la "referencia" de la pensión (la línea negra del Gráfico 8) aumenta con el nivel de cotizaciones acumuladas. Por el contrario, como se supone que esta estrategia no es posible para los pensionistas discapacitados, todos los pensionistas que estén por debajo de la PBS recibirían solo la diferencia (Gráfico 9).

Gráfico 8. Sistema reformado de pensiones de vejez en Chile



¹² A efectos comparativos, la pensión mínima contributiva media alcanzaba en diciembre de 2008 alrededor de 115.000 pesos al mes (algo más de 150 euros), y la no contributiva alrededor de 55.000 pesos (75 euros). El salario mensual medio en Chile se sitúa en alrededor de 350.000 pesos (470 euros) y el salario mínimo 159.000 pesos (210 euros).

Gráfico 9. Sistema reformado de pensiones de invalidez en Chile



Como señalamos en la sección anterior, el momento para realizar el ajuste era el adecuado desde la perspectiva fiscal. Los gastos fiscales correspondientes a las pensiones han sido aproximadamente del 4 por ciento del PIB durante la última década, con cambios en su composición: mientras que los gastos derivados de las obligaciones con los pensionistas del antiguo sistema se han ido reduciendo gradualmente en términos de PIB, el gasto por bonos de reconocimiento ha ido subiendo rápidamente porque los que se cambiaron al nuevo sistema están alcanzando la edad de jubilación. En consecuencia, Chile está cerca de alcanzar el gasto máximo por bonos de reconocimiento y deberían reducirse rápidamente en la próxima década. Esto ofreció una oportunidad única, respaldada por el hecho de que el gobierno chileno ha acumulado importantes superávits durante los últimos años, gracias a la rigurosa política fiscal. A medida que el nuevo pilar de solidaridad se introduzca gradualmente (como está previsto), y sus parámetros (PBS y PMAS básicamente) se establezcan de forma conservadora, el gobierno puede financiar esta mejora manteniendo la actual carga tributaria.

Para realizar una evaluación preliminar del impacto fiscal de este nuevo pilar a corto y medio plazo, hemos llevado a cabo un simple ejercicio basado en la información pública. Definimos dos escenarios, uno de los cuales sigue las tendencias históricas (Escenario A), y un segundo que incorpora algunos de los efectos negativos de la crisis actual (Escenario B). Los afiliados se clasifican como cotizantes regulares o informales, de acuerdo con la información pública correspondiente a junio de 2008, publicada por el supervisor (Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, SAFP).

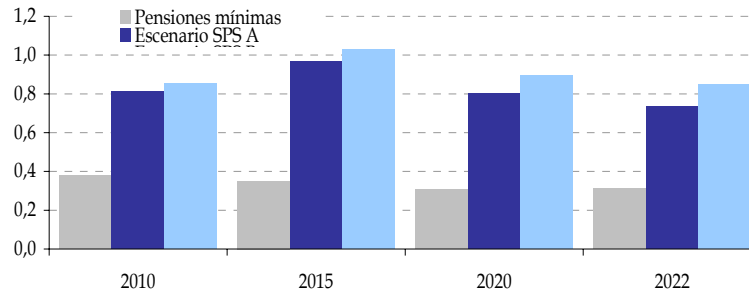
Los cotizantes regulares presentan una densidad de contribuciones del cien por cien en el Escenario A y del 90 por ciento en el Escenario B; mientras que los informales cotizan el 20 por ciento del tiempo en el Escenario A y el 10 por ciento en el Escenario B¹³. Esta base de datos también permite identificar el género, edad, salario y ahorro acumulados en la cuenta de capital individual. La mortalidad evoluciona de acuerdo a las previsiones demográficas de las Naciones Unidas, mientras que la discapacidad viene determinada por un porcentaje fijo del índice de mortalidad (el 10 por ciento). Los datos sobre el bono de reconocimiento (clave para calcular el importe del APS) provienen de la información facilitada por los administradores de fondos de pensiones en el proceso de licitación del seguro de invalidez y sobrevivencia (de junio de 2002 a junio de 2008). Todas las prestaciones por invalidez se computan como PBS. El crecimiento real del PIB en el Escenario A (2,5 p.p. en 2009 y 2010, y 3,8 p.p. a partir de 2011) se toma de Arenas et al. (2008), mientras que el Escenario B se basa a corto plazo en las últimas previsiones del Servicio de Estudios Económicos del BBVA, con fecha de mayo de 2009 (-1,2 p.p. en 2009 y 2,1 p.p. en 2010). El rendimiento anual real de la cartera de pensiones es del 5 por ciento en el Escenario A y del 3 por ciento en el B, el aumento real de los salarios es del 2 por ciento al año en el Escenario A y del 1 por ciento en el B, y la inflación es del 3 por ciento (el objetivo del Banco Central de Chile) durante todo el período en ambos escenarios. Las rentas vitalicias se calculan mediante la tabla de mortalidad RV 2004, y con una tasa de interés real técnico del 4 por ciento en el Escenario A y del 2,8 por ciento en el B.

Según esta metodología, el gasto público anual del pilar de solidaridad alcanzaría entre el 0,8 por ciento y 0,9 por ciento del PIB en 2010 (Escenarios A y B respectivamente), llegaría a un máximo del 1,0 por ciento en 2016, y descendería gradualmente hasta el 0,7 – 0,8 por ciento en 2022 (véase el Gráfico 10)¹⁴. Esto implicaría un aumento permanente del gasto alrededor de 0,7 – 0,8 p.p. del PIB al año respecto al pilar solidario anterior (la suma de SEPM y PASIS).

¹³ En todo el período, en el Escenario A la densidad total es del 60,4 por ciento. Según Arenas et al. (2008), la densidad de contribuciones puede aumentar en 12 puntos porcentuales, hasta el 66,8 por ciento desde 2025 desde el 54,8 por ciento en 2006, debido a las contribuciones obligatorias de los trabajadores independientes. En el Escenario B, la densidad está por debajo del nivel actual registrado (alrededor del 50 por ciento).

¹⁴ El período de previsión (hasta 2022) viene determinado por la disponibilidad de datos de afiliados desglosados por sexo y edad en los primeros años.

Gráfico 10. Proyección del gasto del sistema de pensiones solidarias en Chile
(Escenarios con reforma y sin reforma, % del PIB)

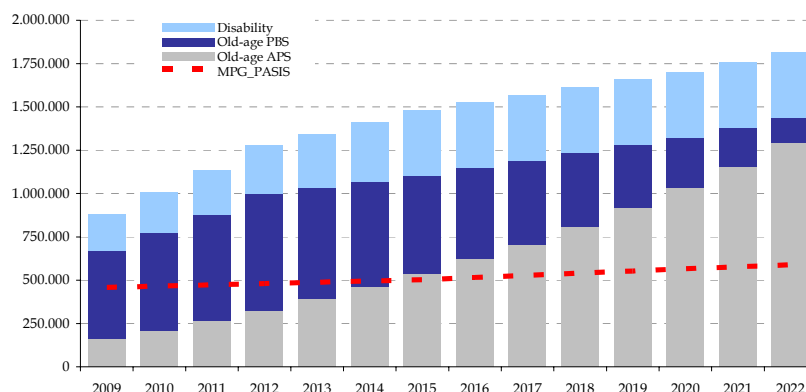


Fuente: Favre et al. (2006) y elaboración propia

Esta proyección se explica básicamente por el aumento del número y porcentaje de pensionistas del sistema privado (en comparación a los que siguen todavía en el INP), y por el incremento de la afiliación y la densidad de cotizaciones (debido a una mayor renta per cápita y a las contribuciones obligatorias para los autónomos). Estas tendencias están representadas en el Gráfico 11, comunes para ambos escenarios¹⁵. Los beneficiarios del pilar de solidaridad aumentarían de un millón de personas en 2010, a más de 1,8 millones en 2022, con un mayor porcentaje de los que reciben el APS de jubilación. En comparación, Favre et al. (2006) proyectaban que los beneficiarios del antiguo pilar solidario se elevarían a entre 450 y 600.000 personas, la mayoría de las cuales recibirán una PASIS no contributiva.

¹⁵ Aunque por construcción los beneficiarios del APS coinciden en ambos escenarios, las contribuciones acumuladas son superiores en el Escenario A, de modo que el porcentaje de las pensiones financiadas por el gobierno es inferior.

Gráfico 11. Proyección de los beneficiarios del sistema de pensiones solidarias en Chile
(Personas)



Fuente: SEPM

Las proyecciones oficiales de gasto son inferiores a corto plazo y superiores a largo plazo. Sin embargo, no es posible una comparación precisa debido a la falta de información publicada sobre los supuestos principales (distribución de APS y PBS entre pensionistas de la tercera edad, o rendimiento de las pensiones, por ejemplo). Arenas et al. (2008), de la Dirección de Presupuestos, estiman que el gasto aumentaría en todo el período de previsión hasta el 1,2 por ciento del PIB en 2005 (desde el 0,5 por ciento en 2009), con un aumento permanente de 1,0 puntos porcentuales. De acuerdo con estos autores, el impacto fiscal global de la reforma de las pensiones sería aún mayor (0,2 p.p. adicionales desde 2015) si se añaden los subsidios para los trabajadores jóvenes, el bono por hijo o las cotizaciones al Seguro de Invalidez y Sobrevivencia de los funcionarios y trabajadores independientes.

En su conjunto, la reforma mejora en gran medida la red de protección social de Chile, alcanzando la cobertura total para los trabajadores con rentas pobres o medias. El coste fiscal es significativo, y el pilar es vulnerable a las presiones políticas, pero desde la perspectiva social y de la sostenibilidad financiera, la reforma chilena significa un gran paso adelante.

4. Reformas en Colombia, Perú y México: tarea pendiente.

En Colombia y Perú, las reformas previsionales tuvieron lugar a mediados de los noventa. En ambos casos, el diseño permitió a los trabajadores elegir entre el sistema público de reparto y un sistema privado de capitalización individual, generando cierta competencia entre ambos, especialmente para los nuevos trabajadores. Para los afiliados del sistema antiguo que decidieron traspasarse al sistema privado, el sector público reconoce sus contribuciones con bonos a pagar cuando reciban una pensión. Al contrario, en el caso de México, la reforma de 1997 "cerró" el sistema público de reparto para los nuevos trabajadores que tienen que contribuir a su cuenta de capitalización privada individual para las pensiones. Sin embargo, aquéllos que pertenecían al antiguo esquema y decidieron cambiar al privado conservan el derecho a jubilarse con las antiguas normas, que son mucho más generosas. En consecuencia, el gobierno mexicano decidió no introducir un bono de reconocimiento, y al elegir ese método, dejaron el sistema público de reparto abierto *de facto*.

Otro aspecto importante a tener en cuenta es cómo estos gobiernos decidieron afrontar la deuda implícita de sus sistemas públicos. Según sus respectivos marcos institucionales, algunos de ellos implementaron grandes reformas paramétricas para reducir sus cargas fiscales, mientras que otros establecieron cambios moderados. De este modo, cada sistema de pensiones afronta diferentes restricciones fiscales y socioeconómicas al intentar ofrecer una cobertura de pensiones más amplia e implementar un sólido pilar de solidaridad "a la chilena". A continuación, resaltamos el impacto de algunas de estas restricciones, con referencia especial a las que soporta el pilar de las pensiones mínimas¹⁶.

Colombia

Entre 1993 y 1994, Colombia implementó su sistema dual actual. El sistema público de reparto existente, conocido como RPM (Régimen de Prima Media) está compuesto por todas las distintas entidades como el antiguo Instituto de Seguridad Social, Cajanal y otros planes de pensiones menores. En paralelo, el esquema individual de pensiones conocido como RAIS (Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad) fue introducido con la participación de ocho entidades de fondos de pensiones. Desde 1994,

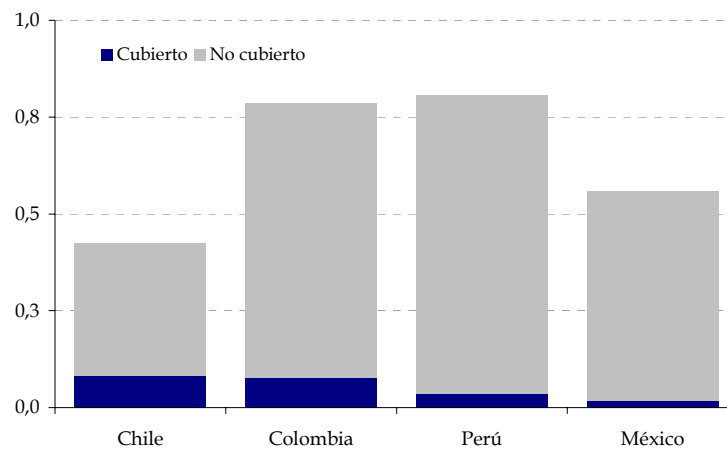
¹⁶ Para un análisis en profundidad sobre la regulación del sistema de pensiones y sus retos principales, véanse Albo et al. (2007) para México, Bernal et al. (2008) para Perú, y Muñoz et al. (2009) para Colombia.

se implementaron importantes ajustes paramétricos en el plan RPM que redujeron la deuda implícita del 191 por ciento del PIB al 148 por ciento. No obstante, persisten grandes diferencias respecto al plan privado, que representa una de las complejidades más importantes del sistema de pensiones colombiano.

La combinación de características del mercado de trabajo colombiano con la carga fiscal del sistema, constituye una clara restricción para la implementación de mayores mejoras para las familias con rentas bajas, así como para ampliar la cobertura del sistema. Según la Encuesta Continua de Hogares, más del 50 por ciento del total de trabajadores pertenece al sector informal, por encima del 70 por ciento del total de afiliados declara unas rentas inferiores a dos salarios mínimos, y más del 50 por ciento del total de afiliados tiene una densidad de cotizaciones inferior al 30 por ciento. Para acceder la pensión mínima, son necesarios 23 años de cotización en el esquema privado o entre 22 y 23 años en el público. Además, los afiliados deben tener 57 años (mujeres) o 62 años (hombres) en el sistema privado, o 55 y 60 años respectivamente en el público.

La combinación de los elementos anteriores explica la cobertura de la pensión mínima tan limitada en Colombia. Como muestra el Gráfico 12, Muñoz et al. (2009) proyectan que en 2015 menos de un 8,0 por ciento de los jubilados accederán a las prestaciones de solidaridad (agregando los beneficiarios del pilar público y privado). Por el contrario, casi un 70 por ciento de los pensionistas se jubilará con ahorros de pensiones acumulados por debajo de la pensión mínima, pero no tendrá derecho a ella (representado por el área gris del gráfico; el 20 por ciento restante habrá acumulado ahorros superiores al nivel de la pensión mínima). Según los supuestos considerados en este estudio (especialmente en términos de crecimiento potencial y productividad, empleo informal y longevidad), en ausencia de reformas adicionales, la cobertura del pilar solidario podría aumentar ligeramente hasta cerca del 10 por ciento, por lo que la "tasa de falta de cobertura" permanecería alrededor del 70 por ciento. En otras palabras, solo uno de cada diez jubilados colombianos que necesitarían esta prestación, debido a unos ahorros insuficientes a la edad de jubilación, la recibe realmente (frente a uno de cada cinco en Chile).

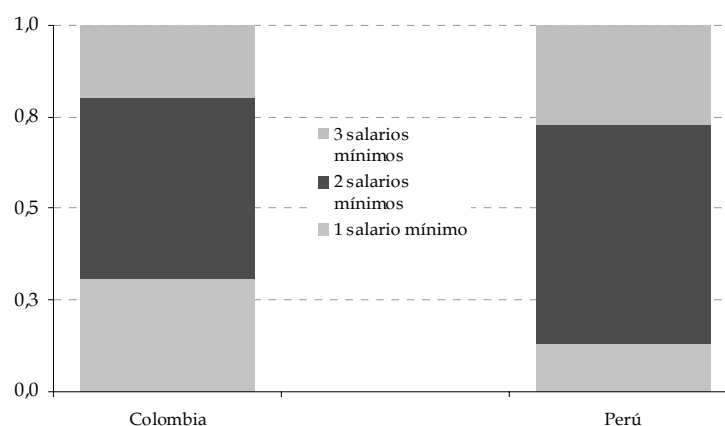
Gráfico 12. Proyección de los beneficiarios de pensión mínima en América Latina
(Porcentaje de pensionistas, 2015 salvo 2035 para México)



Fuente: elaboración propia basada en Bernal et al. (2006) y Muñoz et al. (2009) elaboración propia basada en Bernal et al. (2008) y Muñoz et al. (2009)

Otra interesante perspectiva para evaluar el acceso a esta prestación es analizar el porcentaje de beneficiarios de la prestación de pensión mínima segmentados por nivel de renta. Resulta evidente por los datos que a las personas con rentas bajas (que a la vez suelen ser afiliados con densidad baja) les resulta muy difícil recibir esta prestación. En el Gráfico 13 se representa la distribución prevista de pensionistas con prestaciones mínimas de acuerdo a su nivel de renta en Colombia y Perú en 2015. Solo un tercio de los beneficiarios colombianos tienen realmente rentas bajas (definidos como aquéllos que ganan hasta un salario mínimo), mientras que casi el 50 por ciento gana alrededor de dos salarios mínimos y el 20 por ciento incluso gana tres salarios mínimos de media.

Gráfico 13. Beneficiarios de pensión mínima por nivel de ingresos
(2015, Porcentaje del número total de beneficiarios de una pensión mínima)



Fuente: elaboración propia basada en Bernal et al. (2008) y Muñoz et al. (2009)

Estas limitaciones llevaron a los gobiernos sucesivos a considerar la implantación de planes de solidaridad. El plan privado tiene un fondo especial, denominado Fondo de Garantía de Pensión Mínima que ayuda a complementar las pensiones mínimas de aquéllos que sumaron 1.150 semanas de cotización, pero no pudieron acumular suficiente capital para financiar su propia pensión mínima. Los afiliados al sistema privado realizan pagos a este fondo cada vez que hacen una contribución al plan de pensiones. No obstante, es muy probable que este plan acabe siendo regresivo; aquellos que tienen rentas bajas normalmente presentan unas densidades muy bajas para acceder a las prestaciones mínimas, y sus contribuciones se usarán para financiar la pensión mínima de otros afiliados con más estabilidad laboral y probablemente con mayores rentas).

Además existe un plan muy limitado denominado Fondo de Solidaridad Pensional, financiado por los afiliados con rentas superiores a cuatro salarios mínimos. Este fondo tiene dos cuentas secundarias; la Subcuenta de Solidaridad complementa las cotizaciones de algunos trabajadores con rentas bajas procedentes de áreas rurales y urbanas. Desafortunadamente, para acceder a esta prestación, son necesarias 500 semanas de cotizaciones, lo cual podría considerarse un requisito muy exigente. Además, los datos muestran que está perdiendo beneficiarios, de modo que acumular recursos puede que no sirva para conseguir sus propósitos. La otra cuenta secundaria es la Subcuenta de Subsistencia, la cual básicamente asigna transferencias monetarias o servicios a personas pobres de más de 70 años.

Perú

Después de realizar la reforma de las pensiones entre 1992 y 1994, el sistema se integró en dos planes que funcionan en paralelo. Por una parte, el Sistema Nacional de Pensiones, SNP, gestionado por el sector público, funciona bajo el sistema de reparto. Por la otra parte, el Sistema Privado de Pensiones, SPP, gestionado por instituciones privadas especializadas, es un sistema de capitalización individual, en el cual cada afiliado realiza una contribución directa a una cuenta personal hasta que se jubila.

El SNP tiene déficit, y han sido necesarias cada vez más transferencias del Tesoro Público en los últimos años para compensar la diferencia. Si se suma el "déficit operativo" del SNP (la diferencia entre los ingresos por las contribuciones menos los gastos relacionados con las pensiones), el déficit de la ley de régimen especial 20.530 (similar al sistema público, pero suprimido según sentencia constitucional), los bonos de reconocimiento y las subvenciones de pensión mínima, los bonos suplementarios y las cancelaciones de afiliaciones al SPP, el déficit alcanza el 58 por ciento del PIB en 2006 (Bernalet al., 2008). Aunque esta cifra es significativa, es bastante menor que la anterior a la reforma (el coste fiscal de mantener el sistema de reparto hubiera estado cerca del cien por cien del PIB), y que las obligaciones de Colombia o México.

La situación actual del SPP también presenta algunos aspectos que podrían ser mejorados. Los indicadores muestran que, actualmente, la cobertura de la población activa con SPP es ligeramente inferior al 30 por ciento, uno de los niveles más bajos de América Latina, comparada incluso con sistemas más recientes. Al mismo tiempo, los datos indican que hay un importante grupo de trabajadores que no realiza contribuciones regulares. Tres problemas estructurales de la economía peruana sirven para explicar las dificultades para ampliar la cobertura del sistema: un amplio sector informal, un nivel alto de pobreza y una gran dispersión de la distribución de la riqueza. El 60 por ciento de la actividad económica en Perú es informal, el 40 por ciento de la población activa son trabajadores independientes o pertenecientes a microempresas informales (contando incluso las personas que trabajan en grandes empresas, solo el 20 por ciento de la población activa contribuye a un plan de pensiones formal). La pobreza en las áreas rurales de Perú (casi el 70 por ciento en 2006) es bastante superior a la de las áreas urbanas (ligeramente superior al 30 por ciento). Este hecho está en línea con la distribución de la cobertura, que es bastante inferior en las áreas rurales (el 3 por ciento en 2006, frente al 20 por ciento en las áreas urbanas). Finalmente, aunque la

desigualdad de las rentas ha disminuido aparentemente (la Encuesta Nacional de Hogares, ENAHO, muestra que el coeficiente Gini alcanzó el 0,43 por ciento en 2006, desde un 0,46 en 1997), aún refleja una distribución desigual.

El acceso a las pensiones mínimas ha sido muy restringido. Bernal et al. (2008) indican que menos del 4 por ciento de los pensionistas en 2015 accederán a las pensiones mínimas, teniendo en cuenta los afiliados del sistema público y privado (Gráfico 12). Por el contrario, casi el 80 por ciento de los pensionistas las necesitarían, pero no tendrían derecho a ellas (es decir, uno de cada treinta). Este resultado tan desalentador se debe a una combinación de bajas densidades con unos criterios de acceso bastante estrictos. Para tener derecho a ellas, los afiliados deben haber contribuido al sistema durante al menos 20 años y tener 65 años. Las previsiones hasta el 2050, basadas en unas tendencias socioeconómicas relativamente favorables, no cambian significativamente los resultados.

Además, la población con rentas bajas en Perú comparte con los colombianos la dificultad para acceder a estas prestaciones. Como se representa en el Gráfico 13, en 2015, menos del 15 por ciento de los beneficiarios de pensiones mínimas gana hasta un salario mínimo, mientras que el 60 por ciento gana dos salarios mínimos y casi un tercio gana tres salarios mínimos. De este modo parece que, en ausencia de reformas, los pilares de las pensiones mínimas terminan siendo una prestación social para la población con rentas medias, y no para los segmentos con rentas bajas.

Pese a esta situación, no existe una reforma en marcha formal del pilar solidario. Sin embargo, la ley 28015 (aprobada en 2008) promociona y formaliza las microempresas y las empresas pequeñas, ofreciendo a sus trabajadores seguridad social y pensiones. Con esta nueva ley, los trabajadores de las empresas pequeñas pueden acceder a un subsidio público que cubre el 50 por ciento de los costes sanitarios y de las pensiones. Teniendo en cuenta que en Perú las microempresas y las empresas pequeñas representan el 54 por ciento del PIB y el 62 por ciento de la población activa, esta reforma podría ser una gran oportunidad para solventar el problema de la baja cobertura en Perú.

México

En 1997, se estableció un plan de pensiones de contribución definida en el Instituto Mexicano de Seguridad Social, IMSS. Este plan transformaba el diseño institucional de las condiciones de jubilación en México al "cerrar" el sistema público de

reparto. El trabajador ahorra en una cuenta de pensiones individual con la ayuda del gobierno y el empleador (el sistema conocido como SAR, Sistema de Ahorro para el Retiro), pero sus normas específicas tienen muchas repercusiones. En primer lugar, la contribución total del trabajador, el gobierno y el empleador a la cuenta individual es alrededor de un 8 por ciento, de modo que la pensión generada a partir del plan de capitalización será bastante modesta para muchos afiliados. En segundo lugar, el sistema permite a los trabajadores afiliados al sistema privado de capitalización que estaban afiliados antes de 1997 elegir entre las pensiones obtenidas bajo este plan y las obtenidas con las normas más favorables del esquema anterior, generando un desequilibrio que debe financiar el sector público mexicano.

De hecho, esta carga fiscal constituye uno de los problemas principales para ampliar las prestaciones del sistema de pensiones a más mexicanos. El déficit de pensiones aún depende de las características de los diferentes regímenes de pensiones que existieron durante su historia. Según Albo et al. (2007), el coste de transición puro genera una deuda implícita del 56 por ciento del PIB. Si a esta cifra se suman a las demás cargas fiscales, incluido el plan de pensiones de los trabajadores públicos (conocido como ISSTE, Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado) y las contribuciones del gobierno a la cuenta individual del trabajador, la deuda implícita del sistema de pensiones en México alcanza el 92 por ciento del PIB.

Además de este problema fiscal es importante añadir las dificultades que afronta el mercado de trabajo mexicano. Aunque las personas con un trabajo asalariado formal en el sector privado deben estar afiliadas por ley al IMSS, en la práctica un gran número de afiliados no realizan las cotizaciones necesarias para obtener la protección del sistema. La evidencia hasta la fecha es que dentro de los afiliados al SAR la densidad de contribuciones no es uniforme y que, a su vez, un alto porcentaje del número total de cuentas individuales registradas en el SAR quedan "inactivas" por no recibir los pagos de contribución (este es el caso, por ejemplo, de los trabajadores temporales y de los que su situación laboral cambia frecuentemente, pasando de estar empleados a desempleados o a trabajadores independientes y viceversa).

El sistema de pensiones mexicano tiene prevista una prestación de pensión mínima para los trabajadores que pertenecen al nuevo sistema privado y que se jubilan a partir de 2035 aproximadamente (los jubilados antes de ese año, recibirán las prestaciones del antiguo plan PAYG, bastante más favorable). Para tener derecho a ella, los afiliados deben haber contribuido al sistema durante al menos 1250 semanas. En su

escenario central, Albo et al. (2007) proyectan que en 2035, menos del 2 por ciento de los pensionistas recibirían la prestación de pensión mínima (véase el Gráfico 12). Entretanto, más de la mitad de los pensionistas acumularía derechos a pensiones por debajo de este nivel, pero no tendrá derecho a ella debido a la baja densidad de contribuciones. Aunque está previsto un importante aumento en las próximas décadas, según diversos supuestos sobre la productividad y el crecimiento de la formalidad, una parte significativa de los pensionistas seguiría sin cobertura.

Para facilitar el acceso de la población con rentas bajas a este pilar, el sistema de pensiones mexicano tiene previsto una contribución del gobierno federal a la cuenta individual del afiliado por cada día trabajado. Esta contribución, denominada “cuota social”, es la misma para todas las cuentas independientemente del nivel de renta del afiliado, y su valor permanece constante en términos reales. Precisamente, este plan ha sido recientemente reforzado en mayo de 2009, cuando el Congreso aprobó una iniciativa gubernamental para reformar la Ley de seguridad social a fin de fortalecer su función redistributiva. Bajo esta nueva legislación, el gasto público aumentará en un 5 por ciento a través de la cuota social, para redistribuir dicho gasto de las rentas altas a las medias y bajas. Los trabajadores con un nivel de renta superior a 15 veces el salario mínimo dejarán de recibirla. Al resto de trabajadores se le aumentará la cuota social inversamente a su nivel de renta: el 15 por ciento para aquéllos con un nivel de renta entre 1 y 4 salarios mínimos; el 10 por ciento para aquéllos con un nivel de renta entre 4 y 7 salarios mínimos; el 5 por ciento para aquéllos con un nivel de renta hasta 10 salarios mínimos y entre el 5 y 0 por ciento para aquéllos con un nivel de renta entre 10 y 15 salarios mínimos.

5. Conclusiones: sobre la exportabilidad del modelo chileno

Como exponen Barr y Diamond (2006), en un mundo con un mercado lleno de imperfecciones no es aconsejable formular reformas de los sistemas de pensiones en términos de máximos absoluto (*first best*). Por lo tanto, es difícil exportar la experiencia chilena a otros países de la región o de otros continentes, con diferentes estructuras e instituciones políticas y económicas (tal como se menciona en Rofman et al., 2009). A pesar de esto, la reforma chilena ha sido un modelo no solo para las economías

emergentes, especialmente en América Latina, si no que también ha estado en el centro de los debates de los países industrializados (por ejemplo en Estados Unidos). Por ello, es conveniente identificar algunos elementos clave que facilitaron o dificultaron los resultados de la reforma de las pensiones en Chile, para que los que dirigen la economía puedan evaluarlos y actuar en consecuencia¹⁷.

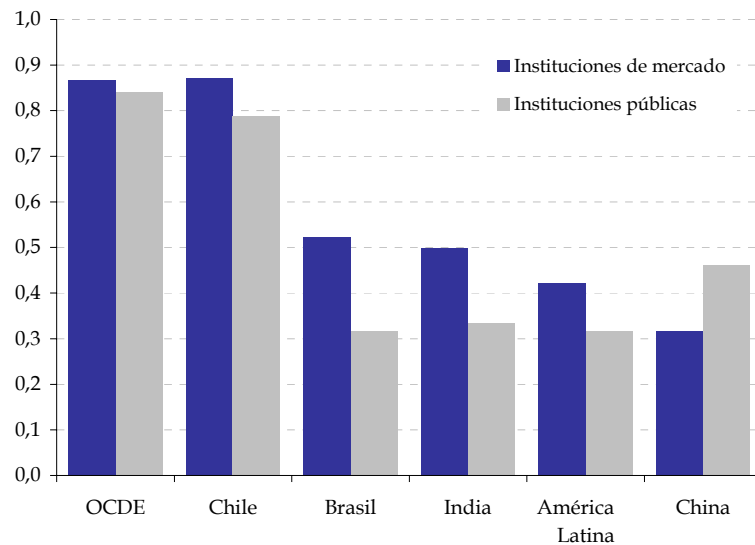
5.1. Instituciones públicas y de regulación del mercado

Un elemento clave para el éxito de un sistema de pensiones basado en cuentas de capitalización individual es el buen funcionamiento de las instituciones que regulan el mercado, en especial el mercado financiero. La protección de los derechos de propiedad y los accionistas minoritarios es crucial para los fondos de pensiones que tienen que invertir en una amplia gama de instrumentos de deuda y acciones de compañías que cotizan en bolsa. Si los mercados de capitales no están desarrollados por completo, los fondos de pensiones tendrán que invertir en depósitos bancarios, por lo que un sistema bancario sólido y bien regulado es otro factor clave para el éxito.

En el caso chileno, los derechos de propiedad privada están bien protegidos por la Constitución y se ven reforzados por una tradición legalista. Los índices internacionales de calidad del mercado y de las instituciones públicas suelen calificar a Chile muy alto, incluso en comparación con los países de la OCDE (véase el Gráfico 14). El mayor reto del nuevo sistema surgió muy pronto, cuando, como resultado de una gran crisis económica, quebraron muchos grandes bancos y otros intermediarios financieros en 1983-1984. El gobierno optó por proteger los depósitos, lo cual permitió que los fondos de pensiones conservaran su valor y el sistema sobreviviera (aunque con un gran coste fiscal).

¹⁷ Esta sección se basa en Melguizo y Vial (2009). Para un análisis en términos de teoría económica, véase también Barr y Diamond (2006).

Gráfico 14. Ranking de instituciones públicas y de mercado
(Doing Business 2009, Governance 2007, Mejor valor = 1,0)



Nota: América Latina es la media simple de Colombia, México y Perú
Fuente: Banco Mundial y elaboración propia

5.2. Desarrollo gradual de los mercados financieros

La experiencia chilena demuestra que no es necesario tener dispuestos todas las regulaciones e instrumentos financieros para poner en marcha el sistema. Es un proceso que implica a los administradores de fondos de pensiones, reguladores, bancos centrales y dirigentes económicos. Algunos autores han subrayado las ventajas del pragmatismo de la regulación chilena, especialmente en los mercados de pensiones, como uno de sus principales activos institucionales, gracias a un enfoque de la "economía política de lo posible" (Santiso, 2006).

Si los mercados financieros no están bien desarrollados al comienzo de las reformas de las pensiones, podría ser aconsejable establecer una regulación conservadora, y proceder a reformarlos gradualmente aplicando más flexibilidad. No obstante, ser demasiado conservador al principio tiene algunos riesgos, como limitar demasiado las posibilidades de inversión y forzar en exceso la concentración en la deuda del gobierno. Los costes de unas limitaciones excesivas podrían ser sustanciales, como apuntan Bernstein y Chumacero (2005) para Chile. De este modo, las inversiones internacionales de bajo riesgo podrían ser una buena opción si no existen suficientes

alternativas internas, si se introducen algunas garantías macroeconómicas y se evita la excesiva volatilidad del tipo de cambio de la moneda extranjera.

5.3 Política fiscal y diseño de la transición

Tal como hemos analizado en profundidad, la política fiscal es esencial. Por una parte, el cambio desde un sistema de reparto a otro de capitalización individual tiene un impacto positivo en el crecimiento económico si incrementa el ahorro interno. Dado que el proceso de transición implica grandes desembolsos fiscales, el aumento del ahorro privado se puede compensar con la reducción del ahorro estatal. Es necesaria una consolidación fiscal, principalmente a través de la reasignación de los gastos corrientes para que tenga un efecto positivo sobre los ahorros y la acumulación de capital. Según Corbo y Schmidt-Hebbel (2003), la consolidación fiscal en Chile puede explicar el aumento de la tasa de ahorro interno de 2,9 p.p. del PIB, y un incremento de la tasa de inversión de 1,5 p.p. del PIB.

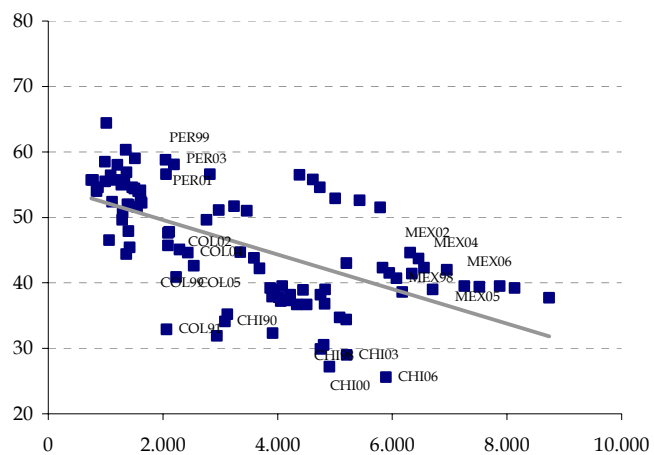
Por otra parte, la política fiscal es importante por los riesgos de la cartera de fondos de pensiones. Tradicionalmente, la deuda pública se considera el activo más seguro, debido a que el gobierno tiene la facultad de cobrar impuestos a los ciudadanos. Sin embargo, los gobiernos también pueden eludir sus obligaciones a través de la inflación, o incluso de impagos. En muchos países emergentes, especialmente en América Latina, los gobiernos han encontrado políticamente oportuno adoptar una estrategia inflacionista, en lugar de subir los impuestos o reducir los gastos. Los datos demuestran que Chile es una excepción comparado con otros países reformistas de la región: los fondos de pensiones suelen tener una baja participación de deuda pública y una alta proporción de activos extranjeros. Dada la experiencia de los fondos de pensiones en países que han dejado de pagar o licuado su deuda pública, resulta importante evaluar la seguridad de la inversión en fondos de pensiones teniendo en cuenta la sostenibilidad fiscal. Estos argumentos se ven reforzados por los menores riesgos que tienen los créditos financieros de países reformistas si presentan una sólida posición fiscal.

5.4. El mercado de trabajo informal y el pilar de solidaridad

La experiencia de América Latina demuestra que la informalidad del mercado de trabajo limita severamente la cobertura de los sistemas de pensiones, incluso en el caso de sistemas de capitalización individual en las que los incentivos para contribuir son teóricamente mayores. Si el empleo informal es generalizado al comienzo de las reformas, parece casi inevitable establecer un amplio pilar de solidaridad. Desafortunadamente, un fuerte compromiso fiscal con una pensión básica, no sujeta a contribuciones, puede actuar como un importante obstáculo para la formalización, de modo que el diseño debe ser muy preciso.

El empleo informal en Chile es el más bajo de América Latina, incluso por debajo del patrón regional, como puede verse en el Gráfico 15. El sistema de pensiones chileno tenía una prestación no contributiva en función de la renta (PASIS) dirigida a la población pobre con un valor cercano a los 75 euros al mes, que reciben más de 400.000 jubilados, sin un impacto significativo en la informalidad del mercado de trabajo. El nuevo pilar solidario, con una pensión básica bastante más alta, podría enfrentar el riesgo de producir una bajada de las contribuciones en el nivel de las rentas bajas, aunque el aumento de la "pensión de referencia" puede compensarlo. Para otros países, el refuerzo del primer pilar no tiene por qué introducirse desde el principio, ya que para cualquier cambio de este tipo existe un período de transición –con altos costes fiscales– en el cual, los que se incorporan al nuevo sistema acumulan recursos en sus cuentas mucho antes de empezar a jubilarse. Solo después de esta transición son necesarios mecanismos de protección.

Gráfico 15. Informalidad y PIB per cápita en países de América Latina y el Caribe
(1990-2007, porcentaje de trabajadores urbanos)



6. Referencias

- Albo, A., F. González, O. Hernández, C. Herrera y A. Muñoz (2007): *Hacia el fortalecimiento de los sistemas de pensiones en México: Visión y propuestas de reforma*. BBVA. México DF.
- Arenas, A., P. Benavides, L. González y J.L. Castillo (2008): “La reforma previsional chilena: Proyecciones fiscales 2009-2025”, *Estudios de Finanzas Públicas*, Dirección de Presupuestos.
- Arenas, A., D. Bravo, J.R. Behrman, O.S. Mitchell y P.E. Todd (2006): “The Chilean pension reform turns 25: lessons from the Social Protection Survey”, NBER *Working Paper* n.12401.
- Arenas, A. y P. Gana (2005): “Proyecciones del gasto fiscal previsional en Chile, Bonos de reconocimiento 2005-2038”, *Estudios de Finanzas Públicas*, n.6, Dirección de Presupuestos.
- Barr, N. (2000): “Reforming pensions: myths, truths and policy choices”, IMF *Working Paper* WP/00/139.
- Barr, N. y P. Diamond (2006): “*The economics of pensions*” (La economía de las pensiones), *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, n° 1, pp. 15-39.
- Bennet, H. y K. Schmidt-Hebbel (2001): “Déficit previsional del sector público y garantía de pensión mínima”, *Economía Chilena*, vol. 4, n° 3, pp. 87-95
- Bernal, N., A. Muñoz, H. Perea, J. Tejada y D. Tuesta (2008): *Una mirada del sistema de pensiones peruano: diagnóstico y propuestas*. BBVA. Lima.
- Berstein, S. y R. Chumacero (2005): “Cuantificación de los costos de los límites de inversión para los fondos de pensiones chilenos”, *Documento de trabajo*, n° 3, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.
- Berstein, S., G. Larraín y F. Pino (2005): “Cobertura, densidad y pensiones en Chile: Proyecciones a 20 años plazo”, *Documento de trabajo*, n° 12, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.
- Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006): *El derecho a una vida digna en la vejez. Hacia un contrato social con la previsión en Chile*. Santiago de Chile.
- Corbo, V. y K. Schmidt-Hebbel (2003): “Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile”. En *Resultados y desafíos de las reformas a las pensiones*, pp. 259-351. FIAP. Santiago de Chile.
- Cuevas, A., M. González, D. Lombardo y A. López-Marmolejo (2008): “Pension privatization and country risk” (Privatización de las pensiones y riesgo para el país), IMF *Working Paper* 08/195.
- Departamento de Economía y Ministerio del Trabajo y Previsión Social (2004): *Análisis y principales resultados. Primera Encuesta de Protección Social, 2002*. Santiago de Chile

- Faulkner-MacDonagh, C. (2005): "Addressing the long-run shortfalls of the Chilean pension system" En Chile: *Selected Issues*. IMF Country Report n.05/316.
- Favre, M., A. Melguizo, A. Muñoz y J. Vial (2006): *A 25 años de la reforma del Sistema Previsional Chileno. Evaluación y propuestas de ajuste*. BBVA Provida SA. Santiago de Chile.
- Gill, I., T. Packard y J. Yermo (2005): *Keeping the promise of Social Security in Latin America*. Stanford University Press y Banco Mundial. Washington.
- Holzmann, R. y R. Hinz (2005): *Old age income support in the 21st century*. Banco Mundial. Washington.
- Iglesias, A. (2009): "Pension reform in Chile revisited: what has been learned?", OECD Social, Employment and Migration *Working Papers* n.86.
- Lindbeck, A. y M. Persson (2003): "The gains from pension reform", *Journal of Economic Literature*, vol. XLI, n° 1, pp. 74-112.
- Melguizo, A. y J. Vial (2009): "Moving from pay as you go to privately managed individual pension accounts: What have we learned after 25 years of the Chilean reform?", *Pensions: An International Journal*, vol. 14, n° 1, pp. 14-27.
- Mesa-Lago, C. (2004): "Evaluación de un cuarto de siglo de reformas estructurales de pensiones en América Latina". *Revista de la CEPAL*, n° 84, pp. 59-82.
- Muñoz, A., C. Romero, J. Téllez y D. Tuesta (2009): *Un paso adelante en la consolidación del sistema de pensiones colombiano*. BBVA. Bogotá.
- OECD (2007): *Pensions at a glance. Public policies across OECD countries*. París.
- Orszag, P.R. y J.E. Stiglitz (2001): "Rethinking pension reform: ten myths about Social Security systems", en R. Holzmann y J. E. Stiglitz (eds.) *New ideas about old age security*, pp.17-57. Banco Mundial. Washington D.C.
- Rofman, R., E. Fajnzylber y G. Herrera (2009): *Reforming the pension reforms: the recent initiatives and actions on pensions in Argentina and Chile*. Documento presentado en el 11° seminario del Banco de Italia sobre la reforma de las pensiones, política fiscal y situación económica, Perugia, marzo de 2009.
- Santiso, J. (2006): *Latin America's political economy of the possible: Beyond good revolutionaries and free marketeers*, MIT Press, Cambridge.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (2003): *The Chilean pension system*. 4ª edición. Santiago de Chile.
- Valdés, S. (2006): "Política fiscal y gasto en pensiones mínimas y asistenciales", *Estudios Públicos*, n° 103, pp. 44-110.
- Vial, J. (2008): "Efectos fiscales de la reforma previsional". En *Sistemas de capitalización: su aporte a la solución del problema de las pensiones*, pp. 187-2000. FIAP. Santiago de Chile.

Banco Mundial (1994): *Averting the old age crisis. Policies to protect the old and to promote growth*. Banco Mundial y Oxford University Press. Oxford.

Zviniene, A. y T.G. Packard (2004): "A simulation of social security reforms in Latin America: what has been learned?" *Working Paper* 2004/01/01, Social Protection Team, World Bank.

7. Anexo

Cuadro A1. Gasto fiscal en pensiones en Chile
(% del PIB)

Año	Déficit en el sistema antiguo		Bonos de reconocimiento	Pensiones mínimas	PASIS (no contributivas)	Total
	Civil	Militar				
1981	1,6	2,0	0,0	0,0	0,2	3,8
1984	4,7	2,2	0,2	0,0	0,5	7,6
1990	3,2	1,3	0,5	0,0	0,4	5,4
1995	2,7	1,2	0,7	0,0	0,3	4,9
2000	3,1	1,3	1,1	0,1	0,4	6,0
2005	2,2	1,3	1,2	0,1	0,4	5,2
2008	1,9	1,3	1,2	0,1	0,4	4,9

Nota: la cifra del déficit civil en el sistema antiguo incluye 0,3 puntos porcentuales correspondientes a pensiones mínimas, Valdés (2006)

Fuente: Dirección de Presupuesto Nacional

Cuadro A2. Proyección de las tasas de sustitución del sistema de pensiones en Chile
(Porcentaje sobre los últimos 10 salarios, por cohorte, densidad, salario y sexo)

	2010		2025		2050	
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres
A	111,7	78,0	69,9	36,5	67,8	50,3
A1	106,5	72,2	89,6	46,9	128,5	79,8
A2	112,6	78,2	62,7	35,3	102,9	67,5
A3	112,6	74,7	68,9	36,4	67,6	44,7
A4	112,6	76,5	67,3	35,5	66,4	44,4
A5	112,6	82,9	66,8	35,8	63,1	44,4
B	52,7	36,7	39,5	16,4	39,3	23,6
C	46,3	30,0	25,7	9,0	29,2	17,8
D	4,8	3,4	15,5	5,2	12,1	7,0
E1					69,4	42,8
E2					59,6	38,9
E3					40,0	26,5
E4					39,0	26,2
E5					37,5	26,2
F					32,7	17,0
Promedio	54,9	38,6	45,8	17,9	44,3	26,7
Promedio total		44,9		29,0		33,8

Fuente: Favre et al. (2006)

Cuadro A3. Proyección del nivel de pensiones en Chile

(Pensión mensual, pesos chilenos de 2004)

	2010		2025		2050	
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres
A1	1.107	750	930	487	1.336	829
A2	768	515	652	337	1.070	701
A3	365	250	323	176	588	401
A4	210	143	182	96	333	222
A5	121	79	104	50	182	114
B	198	140	214	91	408	245
C	173	115	140	50	303	185
D	18	13	84	29	126	73
E1					721	445
E2					619	404
E3					348	238
E4					196	131
E5					108	67
F					339	176
Promedio	206	146	244	83	320	204
Pensión mínima		77		94		121

Fuente: Favre et al. (2006)

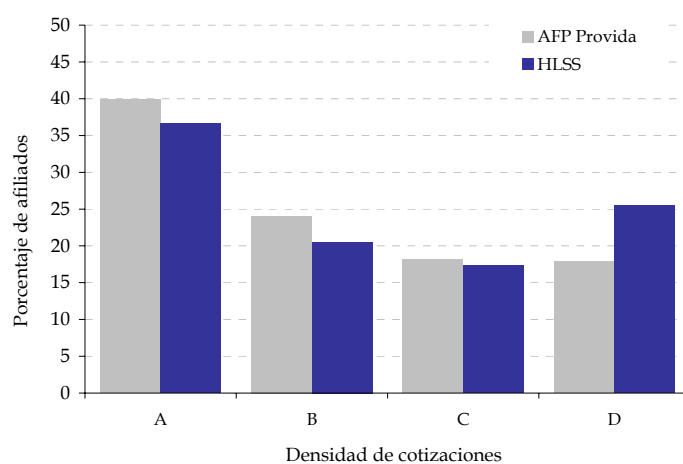
Cuadro A4. Proyección del gasto fiscal en pensiones civiles en Chile

(Escenario sin reforma, % del PIB)

Año	Déficit del sistema antiguo	Bonos de reconocimiento	Pensiones mínimas	PASIS (no contributivas)	Total
2010	1,7	1,4	0,1	0,3	3,4
2015	1,3	1,4	0,1	0,3	3,1
2020	1,2	0,7	0,0	0,3	2,3
2025	1,0	0,2	0,1	0,3	1,5
2030	0,8	---	0,1	0,3	1,1
2035	0,6	---	0,1	0,3	1,0
2040	0,5	---	0,1	0,3	0,9
2045	0,4	---	0,1	0,3	0,8
2050	0,3	---	0,1	0,3	0,7

Fuente: Favre et al. (2006)

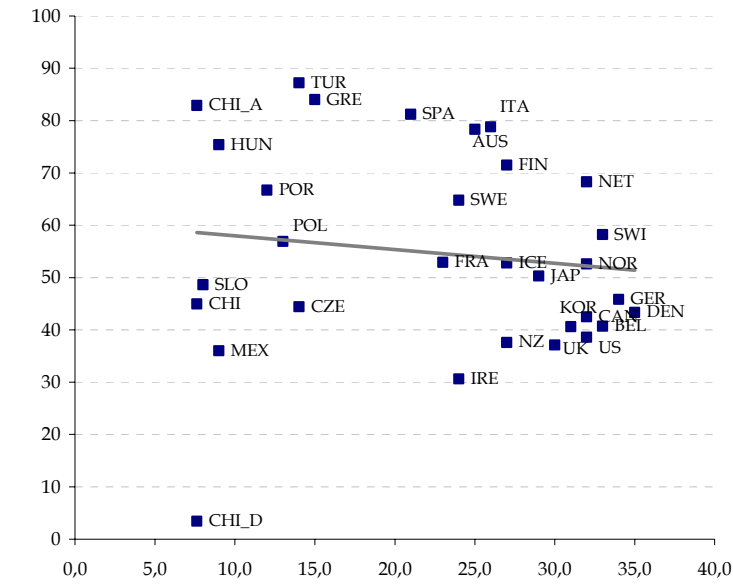
Gráfico A1. Categorías de afiliados por densidad de cotizaciones en Chile



Nota: Los afiliados 'A' cotizan durante más de un 80% del tiempo, los afiliados 'B' entre un 60 y un 80%, los afiliados 'C' entre un 40 y un 60%, y los afiliados 'D' menos de un 40%.

Fuente: Encuesta de Previsión Social de 2002 y AFP Provida (datos hasta 2004)

Gráfico A2. Tasa de sustitución y PIB per cápita en la OCDE y Chile
(Porcentaje de los ingresos brutos previos a la jubilación)



Fuente: OCDE y Favre et al. (2006) (2006)

Cuadro A5a. Proyección del gasto fiscal en pensiones civiles en Chile
(Escenario con reforma A, % del PIB)

Año	Déficit del sistema antiguo	Bonos de reconocimiento	SPS Total	PBS de vejez	APS de vejez	Invalidez	Total
2010	1,7	1,4	0,8	0,5	0,1	0,2	3,9
2011	1,6	1,4	0,9	0,5	0,1	0,2	3,9
2012	1,5	1,4	1,0	0,6	0,2	0,2	3,9
2013	1,5	1,4	1,0	0,5	0,2	0,3	3,9
2014	1,4	1,4	1,0	0,5	0,2	0,3	3,8
2015	1,3	1,4	1,0	0,4	0,3	0,3	3,7
2016	1,3	1,3	0,9	0,4	0,3	0,3	3,5
2017	1,3	1,1	0,9	0,3	0,3	0,3	3,3
2018	1,3	1,0	0,9	0,3	0,3	0,3	3,2
2019	1,2	0,9	0,8	0,2	0,4	0,2	3,0
2020	1,2	0,7	0,8	0,2	0,4	0,2	2,8
2021	1,2	0,6	0,8	0,1	0,4	0,2	2,6
2022	1,1	0,5	0,7	0,1	0,4	0,2	2,4

Fuente: Favre et al. (2006) y elaboración propia

Cuadro A5b. Proyección del gasto fiscal en pensiones civiles en Chile
(Escenario con reforma B, % del PIB)

Año	Déficit del sistema antiguo	Bonos de reconocimiento	SPS Total	PBS de vejez	APS de vejez	Invalidez	Total
2010	1,7	1,4	0,9	0,5	0,1	0,2	3,9
2011	1,6	1,4	0,9	0,6	0,2	0,2	3,9
2012	1,5	1,4	1,0	0,6	0,2	0,2	4,0
2013	1,5	1,4	1,0	0,5	0,2	0,3	3,9
2014	1,4	1,4	1,0	0,5	0,3	0,3	3,8
2015	1,3	1,4	1,0	0,4	0,3	0,3	3,8
2016	1,3	1,3	1,0	0,4	0,3	0,3	3,6
2017	1,3	1,1	1,0	0,3	0,4	0,3	3,4
2018	1,3	1,0	0,9	0,3	0,4	0,3	3,2
2019	1,2	0,9	0,9	0,2	0,4	0,3	3,0
2020	1,2	0,7	0,9	0,2	0,5	0,2	2,9
2021	1,2	0,6	0,9	0,1	0,5	0,2	2,7
2022	1,1	0,5	0,8	0,1	0,6	0,2	2,5

Fuente: Favre et al. (2006) y elaboración propia

Cuadro A6. Proyección de los beneficiarios del nuevo pilar de solidaridad
(Personas)

Año	APS	Vejez PBS	Invalidez	Total
2009	160.676	510.474	211.769	882.919
2010	208.737	562.142	232.909	1.003.789
2011	263.102	617.292	256.380	1.136.773
2012	323.876	671.926	282.470	1.278.272
2013	391.562	639.614	311.509	1.342.685
2014	463.523	603.027	343.873	1.410.422
2015	540.616	561.307	379.990	1.481.913
2016	621.676	524.169	379.994	1.525.839
2017	706.550	483.218	379.997	1.569.765
2018	807.783	425.907	380.000	1.613.691
2019	917.376	360.237	380.004	1.657.617
2020	1.032.257	289.278	380.007	1.701.543
2021	1.155.115	225.093	380.011	1.760.219
2022	1.289.472	149.409	380.014	1.818.896

WORKING PAPERS

- 0001 **Fernando C. Ballabriga, Sonsoles Castillo:** BBVA-ARIES: un modelo de predicción y simulación para la economía de la UEM.
- 0002 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** Some new results on interest rate rules in EMU and in the US.
- 0003 **Carmen Hernansanz, Miguel Sebastián:** The Spanish Banks' strategy in Latin America.
- 0101 **Jose Félix Izquierdo, Angel Melguizo, David Taguas:** Imposición y Precios de Consumo.
- 0102 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** A Small Forward-Looking Macroeconomic Model for EMU.
- 0201 **Jorge Blázquez, Miguel Sebastián:** ¿Quién asume el coste en la crisis de deuda externa? El papel de la Inversión Extranjera Directa (IED).
- 0302 **Jorge Blázquez, Javier Santiso:** Mexico, ¿un ex - emergente?
- 0401 **Angel Melguizo, David Taguas:** La ampliación europea al Este, mucho más que economía.
- 0402 **Manuel Balmaseda:** L'Espagne, ni miracle ni mirage.
- 0501 **Manuel Balmaseda, Ángel Melguizo, David Taguas:** Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España.
- 0801 **Pedro Álvarez-Lois, Galo Nuño-Barrau:** The Role of Fundamentals in the Price of Housing: Theory and Evidence.
- 0802 **Cristina Fernández, Juan Ramón García:** Perspectivas del empleo ante el cambio de ciclo: un análisis de flujos.
- 0803 **Alicia García-Herrero, Juan M. Ruiz:** Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0804 **Alicia García-Herrero, Daniel Santabárbara:** Is the Chinese banking system benefiting from foreign investors?.
- 0805 **Alicia García-Herrero, Eli M. Remolona:** Managing expectations by words and deeds: Monetary policy in Asia and the Pacific.
- 0806 **José Luis Escrivá, Alicia García-Herrero, Galo Nuño and Joaquin Vial:** After Bretton Woods II.

- 0807 **Joaquin Vial, Angel Melguizo:** Moving from Pay as You Go to Privately Manager Individual Pension Accounts: What have we learned after 25 years of the Chilean Pension Reform?.
- 0808 **Alicia García-Herrero y Santiago Fernández de Lis:** The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitisation Model and Dynamic Provisioning.
- 0809 **Ociel Hernández, Javier Amador:** La tasa natural en México: un parámetro importante para la estrategia de política monetaria.
- 0810 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 0901 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia
- 0902 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?.
- 0903 **Angel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 0904 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 0905 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 0906 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 0907 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?.
- 0908 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 0909 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 0910 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 0911 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 0912 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.
- 0913 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta y Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile.

The analyses, opinions and findings of these papers represent the views of their authors; they are not necessarily those of the BBVA Group.

The BBVA Economic Research Department disseminates its publications at the following website: <http://serviciodeestudios.bbva.com>



For more information please contact:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao P 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

