

IX Jornadas Argentinas de Estudios de Población. Asociación de Estudios de Población de la Argentina, Huerta Grande, Córdoba, 2007.

# **Fallas de Mercado y Alternativas de Intervención en el Sistema Argentino de Fondos de Pensiones.**

Ignacio Apella.

Cita:

Ignacio Apella (2007). *Fallas de Mercado y Alternativas de Intervención en el Sistema Argentino de Fondos de Pensiones. IX Jornadas Argentinas de Estudios de Población. Asociación de Estudios de Población de la Argentina, Huerta Grande, Córdoba.*

Dirección estable: <https://www.aacademica.org/000-028/65>

ARK: <https://n2t.net/ark:/13683/eQa4/Fov>

# Fallas de Mercado y Alternativas de Intervención en el Sistema Argentino de Fondos de Pensiones<sup>†</sup>

Ignacio Apella\*

[ignacioa@cedes.org](mailto:ignacioa@cedes.org)

*Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)*

*Sánchez de Bustamante 27 (C1173AAA)*

*Ciudad Autónoma de Buenos Aires*

*Argentina.*

## Resumen:

El objetivo del presente trabajo es presentar una reseña de las fallas de mercado en el sistema argentino de AFJP y sus causas, que imposibilitan el alcance de un equilibrio socialmente eficiente. Ello limita la futura suficiencia de la cobertura previsional durante la vejez, provista por el régimen de capitalización. A partir de ello se estudian dos alternativas de intervención según el eslabón del mercado donde se dirija la política pública: la estructura o la conducta. Con el objeto de intervenir sobre la estructura de la oferta e incrementar la competencia en el mercado, se discute la actual incorporación del régimen de reparto como jugador testigo al régimen de capitalización. El fin último perseguido por estos tipos de intervenciones es incrementar la competencia en el mercado y de ese modo aproximar los precios a los de eficiencia. Alternativamente, y dejando de lado el alcance de una competencia eficiente, se plantea un mecanismo de intervención sobre la conducta de las firmas, interpretando la relación afiliados y administradoras como un problema de agencia. En este contexto, el mecanismo de regulación consiste en la reformulación del mecanismo de pago (comisión por rentabilidad) y el establecimiento de cotas superiores. Ello permite actuar tanto sobre las comisiones establecidas por las firmas como sobre el esfuerzo por alinear los intereses de los consumidores y firmas.

---

<sup>†</sup> El presente documento fue elaborado para las IX Jornadas Argentinas de Estudios de Población organizado por la Asociación de Estudios de Población de la Argentina (AEPA), Huerta Grande, Córdoba, Argentina. Octubre de 2007.

\* Investigador del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Las opiniones vertidas en este documento son de absoluta responsabilidad del autor. Correspondencia a [ignacioa@cedes.org](mailto:ignacioa@cedes.org)

## 1. Introducción

Los sistemas de pensiones cuentan con tres elementos de importancia que definen su desempeño: el alcance o cobertura, la suficiencia de la misma y su sustentabilidad financiera. La primera implica el porcentaje de la población objetivo que percibe el beneficio. La sustentabilidad financiera se refiere a la relación entre ingresos y gastos, en tanto la suficiencia de la cobertura se encuentra asociada al nivel del beneficio en relación o con el salario de referencia durante el período de actividad o con algún índice de precios.

En términos de ésta última característica, en un régimen de capitalización de contribuciones definidas y con participación de empresas privadas, el monto del beneficio depende de tres variables claves: el salario durante el período de actividad el cual define el nivel de las contribuciones realizadas, la rentabilidad lograda a través de la inversión de tales fondos, y el precio cobrado por la administradora. Dos de éstas, precio y rentabilidad, son el resultado del mercado donde participan las administradoras y trabajadores mediante las estrategias competitivas previamente definidas.

A partir de julio de 1994 entra en vigencia el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), compuesto por dos sistemas: uno público, organizado por un régimen de reparto y gerenciado por la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSeS), y un régimen basado en la capitalización individual y administrado por empresas privadas, las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

El sistema de capitalización ofrece a los trabajadores el servicio de administración de sus ahorros compulsivos en diferentes activos. A cambio de dicha actividad, las AFJP reciben una comisión proporcional al salario. Todos los trabajadores formales mayores de 18 años se encuentran obligados a afiliarse al SIJP teniendo la opción de elección entre el tradicional régimen de reparto y el nuevo sistema de capitalización individual. Hasta abril de 2007 aquellos individuos que optaron por el régimen de capitalización no contaban con la posibilidad de traspasar sus ahorros al régimen de reparto, en tanto si era posible la relación inversa. Por otra parte, todos los individuos que no ejercen su opción de elección (indecisos) eran transferidos al régimen de capitalización. No obstante, una vez elegido el régimen privado es posible el traspaso entre AFJP.

Mediante la sanción de la Ley 26.222 en febrero de 2007 se introducen algunos cambios al sistema de pensiones permitiendo a los trabajadores elegir entre regímenes periódicamente (cada cinco años) al tiempo que los aportes de los indecisos son dirigidos al régimen de

reparto<sup>1</sup>.

A partir de la libre elección de los trabajadores, la participación del sistema de capitalización alcanzó en 2006 al 83% de los afiliados totales, constituyéndose en el principal componente del sistema de pensiones.

La incorporación de un pilar basado en la capitalización individual y administrado por empresas privadas, mantuvo la idea de la creación de un mercado con un gran número de administradoras, todas ellas en busca de la eficiencia económica y por tanto participando en una competencia vía precio y rentabilidad de los fondos. Ello permitiría a los consumidores, enfrentados a servicios homogéneos, realizar la elección de aquella firma que maximizara su utilidad asociada con el incremento de los ahorros acumulados.

Sin embargo, el equilibrio de mercado alcanzado dista mucho de aquel vigente en una situación perfectamente competitiva, permitiendo precios por encima del costo marginal, restando excedente al consumidor y por tanto menor tasa de capitalización, debilitando la suficiencia futura de los beneficios previsionales.

En este contexto, el objetivo del presente trabajo es realizar una revisión de las fallas de mercado presentes en el sistema de capitalización argentino, que alejan su equilibrio de una situación económicamente eficiente poniendo en riesgo la suficiencia de la cobertura futura; y analizar dos iniciativas de intervención destinadas a mejorar el desempeño del sistema. La primera dirigida sobre la estructura del mercado y referida a la incorporación del régimen de reparto como competidor testigo. La segunda asociada con un instrumento de regulación dirigido sobre la conducta del mercado – las señales de precios –. En la siguiente sección se presenta el marco teórico de análisis. Seguidamente se discuten las principales fallas de mercado presentes en el sistema de fondos de pensiones argentino, en tanto la cuarta sección analiza los dos instrumentos de intervención mencionados, sus beneficios y limitaciones. Finalmente se plantean algunas reflexiones finales.

## 2. Regulación de Mercados e Incentivos

La participación del Estado en la actividad privada resulta de algún tipo de control directo sobre el funcionamiento del mercado, entre ellos la fijación de precios máximos, la permisión de una tasa máxima de concentración, la eliminación de barreras a la entrada, la nacionalización, etc.

En un mercado competitivo, cada firma intenta hacer máximo su beneficio tanto como sea

---

<sup>1</sup> Complementariamente se introducen una serie de reformas adicionales que serán discutidas seguidamente.

posible independientemente de consideraciones sobre el bienestar social. Por otra parte, los consumidores maximizan su propia utilidad, ignorando al resto de sus pares. Como resultado de la interacción entre firmas y consumidores, se alcanza un óptimo de Pareto, existiendo consistencia entre bienestar individual y social que provee sustento teórico del funcionamiento del libre mercado (Train, 1995).

Sin embargo, las condiciones bajo las cuales se cumplen los supuestos sobre los que se basa la competencia perfecta generalmente en la práctica no se logran alcanzar. La existencia de diferenciación de producto, economías de escala, información asimétrica, etc., no permite la libre competencia entre las empresas participantes. Asimismo, la interacción entre individuos genera conflictos de intereses, en tanto no existe un perfecto alineamiento de objetivos entre participantes. Por tal motivo, la intervención del Estado en el mercado es generalmente requerida para asegurar que la búsqueda de beneficios no resulte conflictiva con el bienestar social.

El concepto de fallas de mercado surge como la principal justificación de la intervención del Estado en la actividad económica. En general se identifican tres tipos de fallas en el mercado. El primero se refiere a la existencia de externalidades y bienes públicos. Cuando las actividades económicas producen efectos externos, ya sean costos o beneficios, que no pueden ser atribuidos a su productor, los resultados del mercado no serán eficientes. Ello resulta de la no inclusión de dichas externalidades en los cálculos que sustentan las decisiones de producción. En consecuencia, se tenderá a producir una cantidad menor en el caso de las externalidades positivas y una cantidad excesiva en el caso de externalidades negativas, respecto a los niveles de producto socialmente eficientes.

La segunda falla de mercado es la que deriva de la existencia de rendimientos crecientes a escala. Cuando la producción de bienes y servicios se encuentra sujeta a rendimientos crecientes es posible mejorar la eficiencia económica a partir de la participación de un número reducido de oferentes en el mercado, lo cual permite minimizar los costos medios de producción.

En el caso extremo, el mercado sería provisto por una sola firma protegida por barreras a la entrada generadas a partir de las economías de escala. Esta empresa, en ausencia de un marco regulatorio, tendrá control sobre los precios establecidos a excepción de la disponibilidad a pagar de los propios consumidores. Esto resulta ineficiente en términos estáticos siendo la cantidad producida menor y el precio mayor que el justificado por los costos de producción.

El tercer tipo de falla de mercado está asociado a la existencia de información imperfecta. Esta ha sido la razón para regular principalmente los productos de consumo masivo, en tanto

la complejidad de la información puede derivar en una incorrecta toma de decisiones. Del mismo modo, la existencia de asimetría de información puede desencadenar en un problema de agencia entre consumidores y oferentes, debido a la ausencia de un monitoreo perfecto sobre el accionar de los segundos. En este contexto, se puede conducir a la provisión de bienes o servicios de baja calidad o adoptar técnicas ineficientes e incompatibles con las estándares.

Las fallas de mercados identificadas por la literatura económica justifican la participación del Estado a través de la redefinición de las reglas de juego y/o del conjunto de acciones posibles de cada participante. En este sentido, la esencia de la regulación es la corrección explícita de prácticas imperfectas de competencia por instituciones gubernamentales como mecanismo principal para asegurar un buen desempeño del mercado (Kahn, 1991).

### 3. El Mercado Argentino de AFJP

En 1994, 26 firmas resultaron autorizadas para operar en el mercado. Sin embargo, dicho número fue reduciéndose gradualmente llegando en 2006 a permanecer activas tan sólo 11 de ellas. Ello es producto de un fuerte proceso de fusiones y absorciones que se registró principalmente durante los primeros cinco años de existencia del mercado.

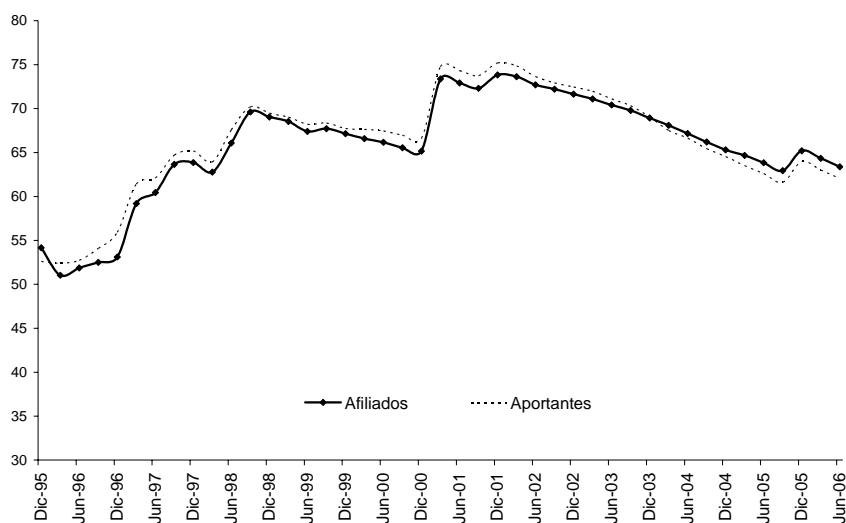
Tal fenómeno, no resultaba ser el esperado por los pensadores de la reforma del sistema, en tanto la misma se basó en el cumplimiento de los supuestos sostenes de un mercado perfectamente competitivo, tales como existencia de gran cantidad de participantes, libre entrada y salida e información completa.

Paralelamente, el mercado de AFJP mostró un crecimiento sostenido de su concentración, llegando a diciembre de 2006 las primeras cuatro firmas a concentrar más del 60 por ciento del mercado, tanto en términos de afiliados como de aportantes (Figura 1).

De acuerdo con Apella y Maceira (2006.b) y Ferro (2003) tal concentración se encuentra asociada con la presencia de economías de escala producto de los elevados costos fijos “endógenos” requeridos para iniciar y mantenerse en la actividad. En este sentido, tales economías de escala permiten que los costos medios caigan a medida que aumenta la producción, actuando como barrera a la entrada de potenciales competidores.

La existencia de importantes inversiones específicas al negocio, tales como personal de ventas y publicidad le otorga credibilidad a las acciones estratégicas de las firmas establecidas que desalienten la entrada de nuevos participantes a la industria. Entre estas acciones, se encuentran la amenaza de aumentos en el personal de ventas y del gasto en publicidad.

Figura 1  
Tasa de Concentración a la Cuarta Firma. Año 1995 – 2006



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de la Superintendencia de AFJP

Iniciar la actividad implica solventar elevados costos medios, en términos de capital físico, fuerza de venta y publicidad, a una mínima escala de producción. A partir de ello, la firma deberá afrontar pérdidas en tanto aumente su nivel de producción (afiliados y aportantes) hasta el punto en que sus costos medios se reduzcan y se igualen a los ingresos medios.

Siguiendo a Apella y Maceira (2006.b), con el objeto de sortear las pérdidas al inicio de la actividad, las empresas buscan mecanismos alternativos para eludir las barreras a la entrada, pudiendo identificarse dos estrategias a ser tomadas por el potencial entrante:

- Solventar los gastos de puesta en marcha y los mayores costos medios fijando una comisión promedio lo suficientemente alta que le permita generar superávit o, al menos, un nivel de pérdida aceptable.
- Dado que la recaudación de las firmas se encuentra determinada, entre otras variables, por el nivel de ingreso de sus afiliados, la estrategia de captación de aportantes podría orientarse al segmento de trabajadores de altos ingresos. De este modo, sería posible cobrar comisiones similares al promedio del sistema y generar un nivel de ingreso medio que le permita alcanzar el equilibrio presupuestario.

Sin embargo, la primera de ellas no constituiría una alternativa viable ya que el incremento en la comisión debería ser muy elevado, llevando a los afiliados a orientar sus aportes hacia otra administradora con menores comisiones. La segunda alternativa se encuentra limitada por la baja proporción de afiliados con un nivel de ingreso suficientemente alto en relación al total de trabajadores activos.

La presencia de economías de escala favorece la participación de un menor número de empresas en el mercado, debido al alcance de una mayor eficiencia económica, en términos de costos. No obstante, ello no implica por si sólo que tal eficiencia sea trasladada al precio final.

En efecto, a partir de la heterogeneidad de la demanda en términos de salarios, las AFJP han mantenido una estrategia de segmentación de mercado según nivel de ingreso de los trabajadores que permitió debilitar la competencia vía precios entre ellas. De acuerdo con Apella (2006), en el sistema de AFJP coexistieron dos grupos de empresas: uno dedicado a capturar a aquellos afiliados de ingresos medios y bajos, y otro orientado a cubrir las necesidades de los afiliados de ingresos altos. Esta estrategia permitió a los grupos de administradoras comportarse como oligopolista dentro de cada conjunto de afiliados.

Paralelamente se observa una fuerte asimetría de información entre las firmas y los afiliados a favor de las primeras y una política fuerte de diferenciación de producto. Ambos factores, no permiten una significativa sensibilidad de la demanda respecto a las variables relevantes en la generación de ahorro tales como precio y rentabilidad.

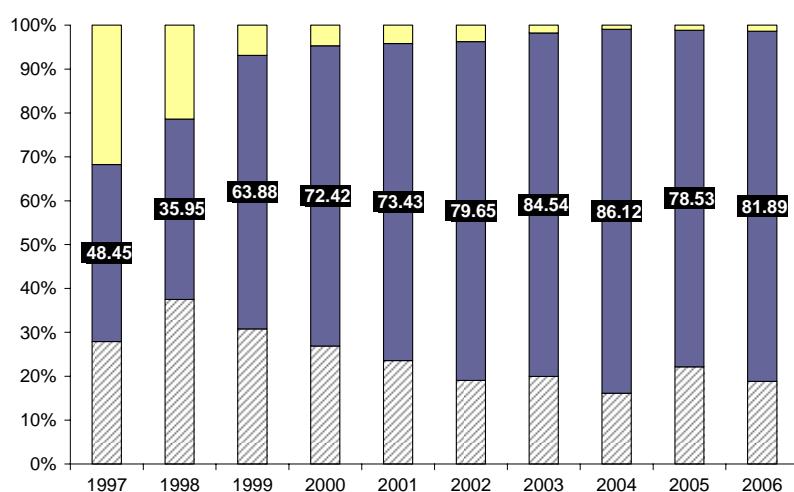
En este sentido, la condición de bien preferente y consecuentemente de consumo obligatorio se encuentra asociada a la existencia de *miopía* entre los agentes económicos quienes no descuentan el futuro y por tanto su libre accionar no incentivaría la generación de ahorro para suplir la caída de ingresos durante la vejez.

Dado que el ahorro para la vejez es considerado como un consumo pospuesto en el tiempo, frente a diversas alternativas de consumo presente, existe un menor interés en los individuos para evaluar periódicamente las elecciones intertemporales.

En este sentido, la población afiliada al régimen de capitalización tiene escasa información sobre su funcionamiento, sus derechos y obligaciones. Esto abarca aspectos centrales del régimen tales como la estructura y nivel de comisiones, la rentabilidad de los fondos obtenida por las administradoras, el alcance de la cobertura frente a los diversos riesgos, entre otros. A modo de ejemplo, para el caso chileno Berstein y Ruis (2005) identifican un gran desconocimiento de la población respecto a la forma en que opera el sistema de pensiones.

En general los consumidores mantienen un comportamiento pasivo e independiente de las variables que determinan la acumulación de ahorros previsionales, como son las comisiones y rentabilidad de los fondos tal como lo sugiere la Figura 2.

Figura 2  
Componentes de la variación del número de afiliados. Años 1997 – 2006.  
- en % -



Fuente: Superintendencia de AFJP

Una vez finalizado el proceso de afiliación inicial en 1995, la Figura muestra que el principal componente de las altas fueron los indecisos, es decir, aquellos trabajadores que al ingresar al mercado laboral no optaron por ninguno de los dos regímenes, cuya participación en la variación del número de afiliados aumentó en 33.4 por ciento entre 1997 y 2006. Ello sugiere el desinterés de los trabajadores a los mecanismos de generación de ahorro previsional.

Paralelamente, con el objeto de evitar la competencia directa, las AFJP han realizado grandes esfuerzo destinado a diferenciar su servicio de aquél ofrecido por sus competidores. En este sentido, las características del servicio ofrecido por las firmas pueden ser cuantificadas mediante la rentabilidad del fondo de jubilaciones y el gasto en publicidad, referidas a una estrategia de diferenciación vertical, y la cantidad de promotores y sucursales, asociados con el desarrollo de una estrategia horizontal de diferenciación.

Siguiendo a Apella (2007), los movimientos de afiliados entre empresas se encuentran en función directa de una estrategia de diferenciación horizontal de productos, basada en la cantidad de sucursales y promotores. Contrariamente a lo esperado, la elección de la administradora por parte del consumidor no es una función de la rentabilidad de los fondos de jubilaciones y pensiones.

Este último fenómeno es producto de dos factores. El primero asociado con la desinformación por parte de los consumidores respecto de la rentabilidad de los fondos y su mecanismo de medición. El segundo referido a la nula dispersión en el desempeño de las AFJP en la administración de los fondos.

El marco regulatorio limita la conformación de portafolios con el fin de disminuir el riesgo

financiero y proteger a los afiliados. Sin embargo, ello minimiza la diversidad de carteras y la varianza en las rentabilidades alcanzadas promoviendo algún tipo de conducta manada.

En síntesis, tanto la miopía de los consumidores, como la asimetría de información y estrategia de diferenciación de producto, debilitan la competencia en variables relevantes como precio y rentabilidad entre grupos de empresas, permitiendo a las administradoras comportarse como oligopolista dentro de su propia curva de demanda. Ello junto con la existencia de barreras a la entrada, incentiva la realización de un menor esfuerzo para el alcance de la eficiencia y maximización de los fondos acumulados en pos de los beneficios privados.

#### 4. Opciones de Regulación

La presencia de estas fallas han generado controversias en torno a la reforma estructural de 1994, particularmente respecto a la baja tasa de capitalización de ahorro y por tanto insuficiencia del beneficio futuro. Ello promovió la presentación de diferentes alternativas de intervención destinadas a mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos y alinear los objetivos privados con los del óptimo social. Entre ellas se encuentran la modificación de los mecanismos de pagos a las firmas dirigida a alinear intereses y la recientemente aplicada en Argentina, referida a la incorporación del régimen público de reparto como competidor testigo de las administradoras, destinada a mejorar la eficiencia de mercado<sup>2</sup>.

##### *4.1. Incorporación del régimen publico de reparto como competidor testigo*

Mediante la sanción de la Ley N° 26.222 en febrero de 2007 se introducen algunos cambios en las reglas de juego del sistema previsional argentino. Por un lado, se concede a los afiliados la libertad de opción de régimen (reparto o capitalización) cada cinco años. Tradicionalmente, los trabajadores que optaron por el régimen de capitalización no contaban con la posibilidad de traspasar sus aportes al régimen de reparto, en tanto quienes ingresaron al régimen de reparto si tenían la opción contraria. Esta iniciativa plantea el ingreso del régimen de reparto como competidor testigo del sistema privado de capitalización.

Por otra parte, aquellos trabajadores que ingresan por primera vez al mercado formal de

---

<sup>2</sup> Aunque no serán discutidas en el presente trabajo, ha habido grandes esfuerzos académicos sobre dos políticas alternativas de intervención. Una referida a la desintegración horizontal de las administradoras (administración de cuentas; seguro de invalidez y fallecimiento; y administración de fondos) con el fin de reducir las economías de escala y barreras a la entrada de potenciales administradores internacionales. Por otra parte, se plantea el establecimiento de mecanismos de licitación de grupos de afiliados, con el objeto de generar una competencia en el momento cero a la Demsetz. Para un mayor detalle de estos instrumentos de intervención ver Valedés-Prieto (2005, 2006), Larraín, Castañeda y Castro (2006), Tarziján (2006), entre otros.

trabajo y que no ejerzan su opción de elección (indecisos) serán designados automáticamente al régimen de reparto en contraposición a lo realizado hasta el momento, quienes eran asignados al régimen de capitalización mediante algún criterio de selección de AFJP<sup>3</sup>.

Complementariamente, se introducen dos modificaciones que operan sobre la conducta de las administradoras. La primera, es la prohibición de la contratación del seguro de invalidez y fallecimiento con una compañía de seguros de vida, cuyo costo era afrontado por el afiliados a través del pago de una comisión proporcional al salario, generándose un fondo mutual para afrontar los siniestros. El financiamiento de éste provendrá de un porcentaje sobre la rentabilidad del fondo de los afiliados.

La segunda establece un límite superior a la comisión cobrada por las AFJP equivalente al uno por ciento del salario.

De acuerdo con la Ley de referencia, entre los objetivos perseguidos por la reforma se destacan el garantizar la libertad de elección de los trabajadores, bajar los costos administrativos de las AFJP, mejorar la tasa de sustitución del salario y fortalecer la equidad y transparencia del sistema. Los tres primeros objetivos se encuentran relacionados con la búsqueda de una mayor eficiencia del sistema en su conjunto (mejorar la suficiencia de la cobertura), a través del poder del consumidor mediante su elección y la reducción de costos.

En una industria caracterizada por un pequeño número de competidores, una alternativa de condicionar su desempeño desde la política pública es a través de la participación activa del estado en el mercado como jugador testigo. En el caso bajo estudio, ello podría encontrarse representado con la incorporación de una AFJP de capital público (Nación AFJP) o del régimen público como competidor directo.

El jugador testigo participa en el merado estableciendo las características del servicio ofrecido (precio, niveles de calidad, etc.) resultantes de la maximización de la función social objetivo. La interdependencia entre los agentes participantes implica que ello afectará los beneficios de las firmas privadas y de este modo la conducta y desempeño de la industria. Por tal motivo, se argumenta que este tipo de iniciativa es utilizada para promover la eficiencia económica dentro de un mercado no competitivo condicionando la conducta estratégica de las firmas.

Una empresa pública cuenta con la capacidad de establecer precios y niveles de calidad del servicio ofrecido como factor condicionante del accionar del resto de la industria<sup>4</sup>. Por otra

---

<sup>3</sup> Durante los primeros cuatro años del mercado los trabajadores indecisos eran designado a una de las AFJP con mayor cantidad de afiliados. A partir de 1998 el mecanismo de distribución entre AFJP fue mediante sorteo, en tanto desde 2001 tal distribución se realizó entre las dos firmas con menores comisiones.

<sup>4</sup> Tanto por el tamaño relativo de Nación AFJP como por su desempeño en términos de comisiones cobradas o sus costos de gestión no es posible sugerir que ésta haya funcionado como una empresa “testigo” en el mercado.

parte, la incorporación del régimen público de reparto permite otorgar a los trabajadores una alternativa adicional de elección, generando presión sobre la función de beneficios de las administradoras, las cuales tendrán razón para incrementar el esfuerzo en la búsqueda de la eficiencia productiva y mejorar la oferta a los consumidores.

Esta iniciativa como intento por mejorar la eficiencia del sistema de pensiones en su conjunto, otorgando mayores posibilidades de elección, reconoce aspectos positivos y limitaciones en cada uno de los cambios introducidos.

(i) Elección constante entre regímenes.

La presente reorganización del sistema amplía el conjunto de elecciones de los trabajadores. La permisión de escoger entre regímenes cada determinado período de tiempo, incrementa el dominio de libertades de los individuos, eliminando la restricción tradicional mediante la cual no se permitía el regreso al régimen de reparto de quienes hayan optado por el sistema de capitalización privado. Desde una perspectiva del derecho individual, la presente iniciativa se encuentra alineada con los intereses personales permitiendo resarcir posibles errores surgidos de decisiones tomadas en el pasado.

La posibilidad de elección entre regímenes siempre estuvo presente (al inicio de actividades), debido principalmente a la presión ejercida por el Poder Legislativo durante la discusión parlamentaria referida a la reforma de 1994, quien se opuso a la implementación de una reforma del tipo sustitutiva y solicitaba la vigencia del régimen de reparto.

No obstante, el alcance de la eficiencia de mercado a partir de la constitución del régimen de reparto como competencia efectiva depende de la reacción de la demanda. Tradicionalmente el número de trabajadores que al ingresar al sistema hacía uso de la opción de elección resultó reducido, ingresando en su mayoría bajo la denominación de indecisos. Este hecho pone un límite al alcance del objetivo perseguido, en tanto no se asegura que los afiliados tomen decisiones activamente.

Dado el bajo grado de interés y de información previsional que caracteriza a los individuos, no es certero que ellos camparen entre ambos regímenes y formen una elección. Por el contrario, si el patrón de comportamiento se mantiene la mayoría serán indecisos e ingresarán al régimen estatal según la nueva normativa.

De todos modos, suponiendo un mayor interés de los trabajadores en las alternativas de ahorro previsional, y un papel más activo en las decisiones, ambos servicios no son sustitutos perfectos. En tanto el régimen de capitalización es de contribución definida el régimen de reparto es de beneficio definido. Por tanto, la elección de régimen estará en función de

características diferentes. Tales características incluyen las medidas legales, condiciones de elegibilidad, reputación de ambos sistemas en términos de solvencia frente a los ahorros para la vejez, costo del servicio, tasa de sustitución y de retorno de los ahorros, etc.

En este caso, la calidad del servicios viene dada por la esperanza del beneficio al momento del retiro. El cálculo y percepción del beneficio esperado no es información de fácil interpretación, siendo las variables determinantes del mismo no sólo de difícil proyección sino también de compleja comprensión. Este fenómeno, junto con la miopía natural de los individuos, favorece un contexto de toma de decisiones incorrectas, contrariamente al objetivo buscado por la política pública en el sistema previsional.

(ii) Generación potencial de inequidad entre beneficiarios.

El cálculo diferente del beneficio entre regímenes plantea la potencial generación de inequidades entre beneficiarios. Dos personas con idénticas características (edad, género, nivel educativo, rama de actividad, productividad, salario, cantidad de años de aportes, etc.) pero con opciones de regímenes diferentes, podrían recibir al momento del retiro un beneficio diferente. Esto producto de la asimetría de información entre los consumidores y por tanto de elecciones diferentes, y no por la heterogeneidad en sus historias laborales. Esto va en dirección opuesta a uno de los objetivos indirectos perseguidos con la regulación de la cartera de inversión de las AFJP: minimizar la varianza de la rentabilidad de los fondos y por tanto la inequidad en el beneficio.

(iii) Constitución de una mutual para financiar el seguro de invalidez y fallecimiento.

Desde el inicio del mercado en 1994 las AFJP subcontrataban el seguro de invalidez y fallecimiento con una compañía de seguros de vida. Todas menos una administradora<sup>5</sup>, subcontrataron a una compañía de seguros asociada patrimonialmente al grupo económico de la firma. De acuerdo con Apella y Maceira (2006.a) se identifica una gran dispersión en la prima del seguro, como así también un incremento constante de la incidencia de ésta sobre el costo total sobre el afiliado. Esto sugiere la existencia de precios de transferencias mayores al costo marginal, generando subsidios cruzados entre compañías.

La prohibición de contratar individualmente con una compañía de vida el seguro de invalidez y fallecimiento, y la conformación de un fondo mutual entre todas las AFJP permite obtener una ganancia de eficiencia mediante la potencial reducción del costo del seguro. En este

---

<sup>5</sup> Profesión AFJP

sentido, tal iniciativa elimina la doble marginalización y precios de transferencias ineficientes, en tanto permite reducir los gastos administrativos al agrupar a todos los trabajadores en un pool de riesgo. Paralelamente, su financiamiento se basa en un sistema solidario, al distribuir los siniestros entre todos los afiliados al régimen de capitalización.

Sin embargo, al reunir bajo un mismo tratamiento a AFJPs heterogéneas en términos de tamaño, cobertura geográfica, ingresos de los afiliados, niveles de siniestralidad, etc., esto puede provocar efectos indeseados, dado que sin bien el sistema es solidario, no sería equitativo ya que al no distribuir las cargas en base a calidad de las carteras de las AFJP desalentaría la búsqueda de eficiencia y de mejor manejo de los fondos en las entidades con menor nivel de siniestralidad y mejor estructura de control y seguimiento de incapacidades.

(iv) Cambio en la distribución de los indecisos y efecto sobre la competencia.

A partir de diciembre de 2001 los trabajadores indecisos fueron asignado al régimen de capitalización y dentro de éste a la administradora con precios más bajos. Ello incentivó una caída en el precio de las administradoras con el fin de ganar participación sobre este grupo de trabajadores. Dada la imposibilidad de discriminación perfecta de precios, la caída en el precio tenía efectos positivos sobre el resto de los afiliados, generando un aumento en el excedente de estos. El cambio en la distribución de los indecisos hace obsoleta esta estrategia competitiva de las firmas, eliminando la ganancia obtenida.

Con el fin de evitar tal pérdida, la nueva normativa establece una cota superior al precio equivalente al uno por ciento del salario de los trabajadores. Sin embargo, a diciembre de 2006 el precio promedio del sistema, neto del costo del seguro de invalidez y fallecimiento, alcanza el 1.12 por ciento, valor que no resulta significativamente diferente al precio límite establecido, permitiendo aún a las firmas la obtención de beneficios extraordinarios.

(v) Credibilidad y rigidez de la políticas públicas

A pesar del intento de mejorar el bienestar social, la modificación de las reglas de juego del sistema previsional de manera discrecional, sin un debate participativo considerando a los actores clave (académicos, integrantes de la industria, representantes políticos, sociedad civil, etc.) tiene efectos negativos sobre la reputación del mismo. Tal discrecionalidad junto a la no definición de un mecanismo automático de movilidad del beneficio, no hacen independiente al sistema previsional del ciclo político y económico coyuntural, restando credibilidad y seguridad jurídica. Consecuentemente, el cambio de las reglas de juego sin el complemento informacional necesario para la evaluación de las alternativas, generan mayor nivel de

desinformación y desinterés en los consumidores pudiendo contrarrestar el efecto perseguido. Por otra parte, la rigidez de las políticas implementadas discrecionalmente, establecen costos de escape muy elevados que condicionan la futura intervención en caso de obtener resultados indeseados. Ello potenciado al contemplar el horizonte temporal incluido en la toma de decisiones individuales.

En todo proceso de cambio existe un grupo de actores participantes (gobierno nacional, gobiernos provinciales, agrupaciones de trabajadores, empresas privadas, sociedad civil, etc.), involucrados a partir de sus respectivos intereses. Cada uno de ellos, previamente a la reforma, cuenta con objetivos asociados al sector, y a partir de ellos define una estrategia. La combinación de estos objetivos y estrategias genera retribuciones que se esperan alcanzar, en términos monetarios y no monetarios. Un proceso de reforma afecta las retribuciones de cada participante, y provoca una reacción estratégica como producto de los cambios llevados a cabo.

Este modelo ha sido implementado en las reformas estructurales de Perú y Colombia a principios del decenio de los 90. De acuerdo con Kleinjans (2004), en Colombia la manutención del sistema público como competidor del régimen privado fue fomentada por el partido político opositor mediante su crítica y oposición a la reforma original. La persistente oposición en el congreso forzó al final un compromiso y la aprobación del sistema paralelo o selectivo que comenzó a funcionar en abril de 1994.

#### (vi) Sustentabilidad Financiera

La reincorporación del régimen de reparto al conjunto de elecciones de los trabajadores después de más de una década de reforma genera un interrogante acerca de la sustentabilidad financiera del sistema público. Ello como consecuencia de tres factores.

En primer lugar, el traspaso de trabajadores pertenecientes al sistema de capitalización junto a la absorción de los indecisos representa un significativo flujo de ingresos corrientes en tanto el gasto prestacional no se encuentra afectado en el corto plazo. No obstante, en el mediano y largo plazo, momento en el que los cotizantes actuales se retiren del mercado laboral, se verificará una presión sobre las finanzas de la ANSeS.

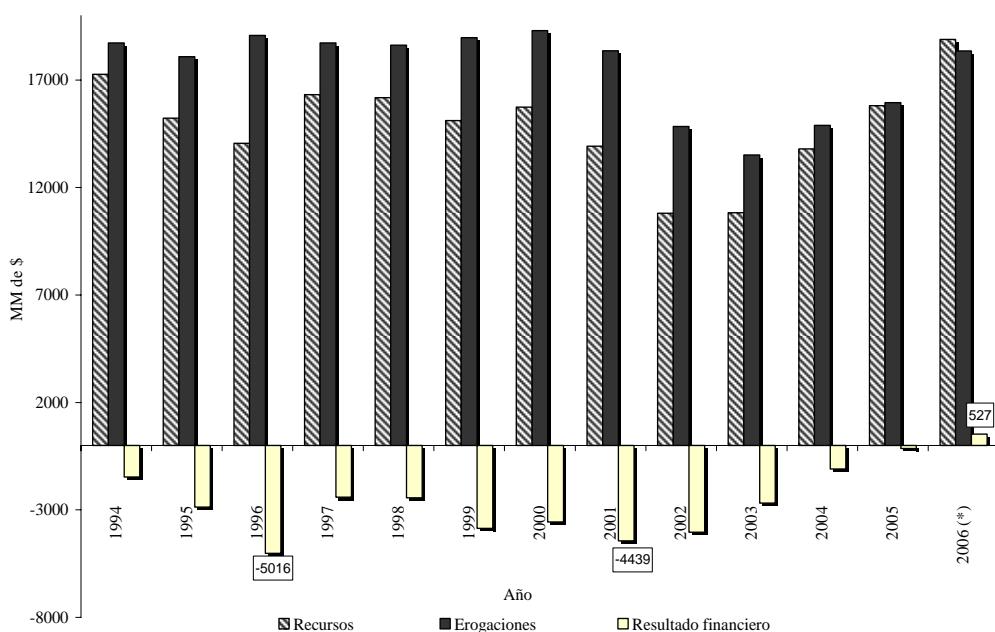
En segundo término, dado que el objetivo perseguido por esta iniciativa es mejorar la eficiencia productiva del mercado privado, el régimen estatal ingresa a la competencia ofreciendo algún tipo de mejoras en el servicio con el objeto de generar una presión competitiva creíble sobre las administradoras. Por tal motivo, se establece un aumento de la Prestación Adicional por Permanencia (PAP) de 0,85 del salario promedio de los últimos 10

años a 1,5 veces, igualando de este modo a la Prestación Compensatoria (PC). Ello implica un incremento directo en el cálculo del gasto prestacional futuro.

Finalmente, la transición demográfica hacía un mayor envejecimiento condiciona el desempeño de los regímenes financieros de reparto. Tal fenómeno fue uno de los motivos que fomentó la transición hacia un régimen no solidario de capitalización. En tanto no se realicen modificaciones en los parámetros del modelo, la variable de ajuste deberá ser el beneficio. No obstante, ello dependerá parcialmente del número de traspasos efectivos hacia el régimen de reparto.

La Figura 3 presenta la evolución de los recursos, erogaciones y resultado financiero de la ANSeS durante 1994 y 2006.

Figura 3  
Resultado financiero del régimen público nacional. Años 1994 – 2006.  
- en millones de pesos constantes de 1999 -



Fuente: Administración Nacional de la Seguridad Social  
Nota: (\*) Provisorio

Durante el período mencionado, el régimen nacional presenta un déficit promedio de 2,8 mil millones de pesos constantes de 1999, con un máximo en 1996 período en el cual se consolidaba la reforma estructural del sistema que involucró una caída de los recursos y la transferencia de once cajas provinciales. A partir del año 2003, producto de la recuperación de la actividad económica, del nivel y formalidad del empleo, se observa un incremento en la recaudación de la ANSeS asociado tanto al incremento de los recursos tributarios (45 por ciento) como de los contributivos (88 por ciento) entre 2004 y 2006. Ello implicó la generación de un superávit del \$527 millones. No obstante, dicho resultado neto de los

recursos no contributivos es deficitario en \$14 mil millones.

Ello sugiere la frágil situación financiera del régimen nacional de previsión social que no ha podido financiar el total de sus erogaciones con recursos provenientes de impuestos sobre el salario de la clase formalmente empleada.

#### *4.2 Regulación por precios con incentivos*

A partir de las posibles limitaciones identificadas en la iniciativa discutida precedentemente y especialmente su grado de complejidad para los trabajadores, resulta útil el diseño de una herramienta no solamente simple para los afiliados, sino también menos costosa en términos económicos, y eficaz en la alineación de los intereses privados y sociales. Por tal motivo, se plantea revisar la relación entre los afiliados y las administradoras como un problema de principal-agente y consecuentemente regular la conducta (más que la estructura) del mercado. Una relación de agencia surge entre dos o más partes cuando uno, designado como el agente, actúa en nombre de otro, designado como el principal, en un contexto particular de toma de decisiones (Ross, 1973). Un ejemplo lo constituye la relación entre los afiliados al sistema de pensiones argentino (los principales) quienes delegan compulsivamente sobre las AFJP (los agentes) la administración de sus ahorros previsionales en diferentes activos.

El interés del principal es la acumulación de fondos durante su período de actividad para solventar el consumo en la vejez. La tasa de acumulación de ahorro depende positivamente de la rentabilidad del fondo y negativamente del precio pagado al agente. Por su parte, el objetivo de las firmas es la maximización de sus beneficios privados. La divergencia entre ambos intereses en un contexto de información asimetría a favor de la AFJP, da lugar a un problema de agencia.

Esta asimetría de información<sup>6</sup> limita el control del principal (los afiliados) sobre el agente (las AFJP), generando dos restricciones informacionales: el riesgo moral y la selección adversa. El primero se refiere a variables endógenas que no son observadas por el principal. La firma lleva a cabo acciones discretionales que afectan sus costos y/o la calidad de su servicio. La denominación genérica para tales acciones discretionales es *esfuerzo*. A modo de ejemplo, ello representa el número de horas de oficina utilizadas por la firma, la intensidad de su trabajo, el esfuerzo dedicado a la búsqueda y análisis de información referida a los diferentes activos disponibles para invertir los fondos del principal, etc.

---

<sup>6</sup> Tal como fuera discutido en la tercera sección la asimetría de información es producto de dos factores: la complejidad misma de la información y la miopía de los trabajadores que desincentiva un papel más activo en el mercado.

La selección adversa surge en este caso cuando la AFJP tiene mayor información que los afiliados acerca de ciertas variables exógenas, tales como tecnología utilizada, nivel de riesgos financieros sistémicos, indicadores de solvencia de las empresas que cotizan en bolsa, etc.

Esta asimetría de información generan imperfecciones y altos costos de monitoreo, permitiendo al agente actuar en pro de su interés particular. Por tal motivo, la literatura de principal-agente focaliza sus esfuerzos en la problemática de cómo el principal puede diseñar un mecanismo de compensación (contrato) mediante el cual incentive al agente a actuar en línea con su interés (Stiglitz, 1989). Si las acciones del agente son no observables por el principal, entonces el mecanismo de pago no puede estar basado sobre dichas acciones. En algunos casos, las acciones no directamente observables pueden ser inferidas a partir del producto alcanzado. En este sentido, si el resultado fuera una función del nivel de esfuerzo no observable, y tal relación fuera conocida, entonces el esfuerzo puede ser inferido a través del desempeño con perfección. En este contexto, un mecanismo de pago eficiente es una compensación en función del producto alcanzado por el agente.

No obstante, tal desempeño puede encontrarse condicionado por ciertas variables aleatorias no observables, y consecuentemente el mismo no puede ser utilizado como indicador directo del esfuerzo realizado por el agente. Por tal motivo, el mecanismo de pago deberá contemplar posibles *shocks* exógenos sobre el desempeño del agente.

En este contexto, la atención regulatoria en el mercado de AFJP debe centrarse en el mecanismo de pago a las firmas que logre alinear los intereses privados y sociales, evitando el comportamiento oportunista y socialmente ineficiente.

Las AFJP tienen asignada como tarea la administración de las contribuciones de los trabajadores con el fin de maximizar su rentabilidad incrementando el fondo acumulado por sus afiliados. Por dicha tarea, las empresas reciben en concepto de pago un precio equivalente a un porcentaje del salario de los trabajadores.

Dicho precio resulta independiente del esfuerzo realizado por las firmas para realizar la tarea asignada. Bajo este mecanismo de pago, y considerando la insensibilidad de la demanda respecto a la rentabilidad lograda por las AFJP, éstas no tienen los incentivos correctos para maximizar la función objetivo del principal, sujeto al propio grado de aversión al riesgo y los límites establecidos por la autoridad regulatoria.

Con el objeto de reducir esta anomalía y minimizar algunos riesgos financieros, el ente regulador establece una banda inferior de rentabilidad, definida como el promedio ponderado - por el volumen del fondo de cada AFJP – del rendimiento del sistema durante los últimos doce meses.

No obstante, ello tiene efectos contraproducentes dado que incentiva una conducta del tipo *manada* en las decisiones de inversión de las administradoras, con el fin de minimizar el riesgo de no alcanzar una rentabilidad al menos igual al límite establecido<sup>7</sup>.

De acuerdo con Apella (2007) todas las administradoras logran retornos sobre sus fondos similares, con una mínima dispersión. Este fenómeno no permite una competencia adecuada entre las firmas participantes - realización de un esfuerzo positivo -, constituyendo los trabajadores una demanda no sólo cautiva sino también sin posibilidad de elección.

El resultado final es una rentabilidad relativa menor a la potencial y unos precios superiores a los de eficiencia, restringiendo la capacidad de ahorro previsional de los afiliados y consecuentemente la futura suficiencia de su cobertura. En este contexto, la necesidad de alinear intereses entre el principal (y el regulador) y el agente requiere de mecanismos de regulación directa sobre la conducta. Por tal motivo, se sugiere revisar los mecanismos de pagos del principal a fin aproximar el equilibrio de mercado al socialmente eficiente. En este sentido, tradicionalmente la discusión referida a los mecanismos de pago en el mercado fondos de pensiones fue instaurada en un contexto de búsqueda de un flujo de ingresos de las firmas que permita compensar sus costos, dado que en tanto las firmas reciben ingresos de sus cotizantes afrontan costos por toda su cartera de afiliados. Ello motivó la discusión sobre el mecanismo de pago capaz de generar ingresos sobre los afiliados y no sólo sobre los aportantes y limitar las presiones financieras.

Sin embargo, desde una perspectiva opuesta, la elección del mecanismo de pago debe surgir por la necesidad de alinear los intereses entre las AFJP y los afiliados, a fin de reducir los efectos generados por la asimetría de información y mejorar el desempeño del mercado. En este sentido, es posible plantear tres mecanismos de pagos alternativos. El primero, conocido como *comisión sobre flujo* y definido como un porcentaje del ingreso imponible o salario del trabajador. El segundo expresado como un porcentaje del fondo acumulado, denominado *comisión sobre stock* y, el tercero equivalente a un porcentaje de la ganancia financiera obtenida por el agente durante el período inmediatamente anterior, denominada *comisión sobre rentabilidad*. Un precio sobre flujo viene dado por:

$$(1) \quad P_{it}^f = c_{it} w_{jt}$$

---

<sup>7</sup> A partir de la imposición de una banda inferior las firmas ponderan más la minimización del riesgo de caer por debajo de tal límite que la maximización de la rentabilidad esperada, yendo en contra de los intereses del principal. Para un mayor detalle de este fenómeno ver Bravo y Vásquez (2004).

Donde  $P_{it}^f$  es el ingreso medio de las administradora  $i$  en el momento  $t$ ,  $0 \leq c_{it} \leq 1$  es el porcentaje del salario del trabajador  $j$  en el momento  $t$ ,  $w_{jt}$ . En cualquier momento del tiempo dicho precio mantiene la misma estructura, un porcentaje del salario.

Este mecanismos de pago tiene la ventaja que resulta transparente y claro para los afiliados toda vez que se descuenta de su salario. Ello facilita la comprensión de la información y por tanto mejora los procesos de toma de decisiones de los afiliados. Sin embargo, este esquema de comisiones resulta independiente del desempeño logrado por las AFJP y por tanto del nivel de esfuerzo realizado para maximizar la función objetivo del principal. Ello, junto a la ausencia de un monitoreo perfecto y diversidad entre firmas, posibilita la generación de un problema de riesgo moral entre las partes tal como se discutiera en párrafos precedentes.

Alternativamente, el producto que contrata el consumidor es la administración y generación de un fondo de ahorro. El volumen que adquiera el fondo de pensiones es lo que definirá el beneficio previsional durante el retiro, y éste depende positivamente del aporte del trabajador y de la rentabilidad alcanzada por la firma a partir de la inversión de dichos aportes, y negativamente del precio cobrado al trabajador.

Por tal motivo, un mecanismo de pago alternativo que mejore la alineación de intereses es una estructura de *comisiones sobre stock* en tanto éste depende parcialmente del esfuerzo dedicado por las firmas para su incremento. Este tipo de comisión viene dada por:

$$(2) \quad P_{it}^s = c_{it} F_{jt}$$

Donde  $P_{it}^s$  es el precio que le ingresa a la administradora  $i$  en el momento  $t$ ,  $0 \leq c_{it} \leq 1$  es el porcentaje del fondo de jubilaciones y pensiones del individuo  $j$  en el período  $t$ ,  $F_{jt}$ . Este último, tiene una tasa de variación en función de la rentabilidad lograda  $r$ , de la comisión cobrada por la AFJP,  $c$ , que por simplicidad sin perdida de generalidad se supone ambas constantes, y del aporte ingresado mensualmente  $w_{jt} \cdot s$ , donde  $s$  el porcentaje del salario destinado al fondo. Dado esto, el monto ingresado a la firma  $i$  en concepto de precio, en cualquier momento  $\bar{t}$  viene dado por:

$$P_{it}^s = c_{it} \left[ \frac{w_{j1}(1+r)^{\bar{t}-1}}{(1+c_i)^{\bar{t}}} + \frac{w_{j2}(1+r)^{\bar{t}-2}}{(1+c_i)^{\bar{t}-1}} + \frac{w_{j3}(1+r)^{\bar{t}-3}}{(1+c_i)^{\bar{t}-2}} + \dots + \frac{w_{jt}}{(1+c_i)} \right]$$

$$(3) \quad P_{it}^s = c_{it} \left\{ \frac{1}{(1+c_i)^{\bar{t}}} \left[ \sum_{t=1}^{\bar{t}} w_{jt} s_t (1+r)^{(\bar{t}-t)} (1+c_i)^{t-1} \right] \right\}$$

A partir de (3) se desprende que un precio definido como un porcentaje del fondo de pensiones es equivalente a una comisión sobre el salario acumulado descontada la comisión cobrada en los  $\bar{t}$  períodos precedentes  $1/(1+c_{it})^{\bar{t}}$ .

Este mecanismo de pago, genera incentivos a incrementar el esfuerzo sobre las firmas alineando sus intereses con los de los afiliados, en tanto, un mayor esfuerzo en la administración de los fondos genera, *ceteris paribus*, una mayor rentabilidad y por tanto una tasa de crecimiento del fondo mayor y del ingreso medio de las firmas. Complementariamente, dado que el fondo de jubilaciones y pensiones es creciente en el tiempo ello asegura ingresos para las AFJP crecientes, compensando la desutilidad generada por el esfuerzo realizado.

No obstante, el establecimiento de esta estructura de precios en el mercado argentino cuenta con una dificultad operativa. Dado que el mercado cuenta con mas de 12 años de funcionamiento, habiendo sido hasta la actualidad el mecanismo de pago un comisión sobre flujo, se estaría duplicando el cobro del precio sobre los salarios pasados. Por tanto, un cambio del mecanismo de pago a favor de una comisión sobre el fondo acumulado implicaría establecer instrumentos adicionales para neutralizar los efectos sobre los aportes pasados que ya pagaron una comisión. Este hecho es el principal obstáculo que limita la viabilidad de este instrumento de pago.

De acuerdo con Mastrángelo (1999) en la medida en que las comisiones son flexibles, para toda comisión sobre el salario, existirá una comisión equivalente como porcentaje del fondo. En consecuencia con el fin de sortear este problema un precio sobre el flujo resulta una mejor alternativa. No obstante, el problema de agencia sigue persistiendo.

Tal como se mencionara, el valor del fondo se encuentra en función de tres variables, de las cuales sólo una depende del esfuerzo de la firma -la rentabilidad-, por tal motivo una comisión sobre stock no es capaz de alinear perfectamente los interés entre las partes intervenientes. En este contexto, se plantea un mecanismo de pago basado en el desempeño de las firmas con el fin de alinear los intereses entre los actores participantes y minimizar los costos de la intervención. Sobre la base de esta definición, el precio de la firma  $i$  viene dado por:

$$(4) \quad P_{it}^r = c_{it} R_{jt}$$

Donde  $0 \leq c_{it} \leq 1$ ,  $R_{jt}$  es la rentabilidad del fondo de jubilaciones del afiliados  $j$  expresada en pesos, la cual viene definida como:

$$R_{jt} = F_{jt-1} \cdot r$$

Donde  $F_{jt-1}$  es el fondo acumulado del trabajador  $j$  en el período inmediatamente precedente y  $r$  es rentabilidad porcentual de dicho fondo. Iterando hasta el período  $\bar{t}$ , y suponiendo una rentabilidad y comisión constante en el tiempo, la rentabilidad en dicho período viene dada por:

$$R_{j\bar{t}} = r \left[ w_{j1} s (1 + r(1 - c_i))^{\bar{t}-2} + w_{j2} s (1 + r(1 - c_i))^{\bar{t}-3} + w_{j3} s (1 + r(1 - c_i))^{\bar{t}-4} + \dots + w_{j\bar{t}} s \right]$$

$$(5) \quad R_{j\bar{t}} = r \sum_{t=1}^{\bar{t}} w_{jt} s (1 + r(1 - c_i))^{\bar{t}-(t+1)}$$

Reemplazando (5) en (4) se tiene que:

$$(6) \quad P_{i\bar{t}}^r = c_i \left[ r \sum_{t=1}^{\bar{t}} w_{jt} s (1 + r(1 - c_i))^{\bar{t}-(t+1)} \right]$$

De (6) se desprende que la retribución a la firma por la administración del fondo de sus afiliados es un porcentaje de la ganancia financiera del fondo lograda mediante su inversión. Bajo este mecanismo de pago, la empresa tiene incentivos a realizar un esfuerzo para maximizar la rentabilidad esperada del fondo de sus afiliados, sujeto al grado de aversión al riesgo y normas regulatorias. De este modo, en el corto plazo al incrementar la rentabilidad del fondo aumenta el ingreso medio de la AFJP. Asimismo, ello tiene implicancias en el futuro, en tanto una mayor rentabilidad presente incrementa el fondo acumulado y por tanto la base sobre la cual se calcula la rentabilidad futura y los ingresos medios.

La potencial existencia de shocks exógenos que afectan los resultados alcanzados por las administradoras, tal como la obtención de una rentabilidades negativas, y que no se

encuentran asociados con su nivel de esfuerzo, requieren de un mecanismo de pago fijo independientemente del desempeño. Sin embargo, en período donde la rentabilidad sea positiva el fondo se incrementa y por tanto la base sobre el cálculo futuro de la rentabilidad, lo cual podría más que compensar aquellos períodos de rentabilidades desfavorable. Asimismo, dada la imposibilidad de monitoreo perfecto por parte del ente regulador, la transferencia de riesgo hacia las firmas se convierte en una acción necesaria. De todas maneras, ello requiere de la redefinición de la regulación sobre las posibilidad y cotas de inversión de los fondos, en tanto ello implica la posibilidad de diversificación de riesgo.

## 5. Reflexiones Finales

Los sistemas de seguridad social, incluido los programas de pensiones son instituidos o regulados por el Estado con el fin de proveer determinados servicios bajo adecuadas condiciones. El principal objetivo de los sistemas de seguridad social es suavizar el ingresos durante el ciclo de vida de los individuos y reducir la incidencia de la pobreza entre aquellos de mayor edad.

Tradicionalmente, el sistema de pensiones argentino tomó la forma del tipo contributivo, administrados a partir de regímenes financieros de reparto. Este régimen recibe sus aportes mediante el cobro a los trabajadores activos que se destinan a pagar las pensiones de la clase pasiva. Por ello, la transición demográfica hacia una población adulta mayor restringe la capacidad de financiamiento de la población pasiva, en tanto se reduce el número de personas cotizantes con relación al número de beneficiarios.

A partir de ello, paralelamente a un conjunto de factores políticos y económicos, en 1993 se implementó una reforma estructural del sistemas previsional. Esta implicó una modificación radical del régimen financiero, introduciéndose un sistema de capitalización individual administrado por empresas privadas, bajo la hipótesis de creación de un mercado perfectamente competitivo, con gran cantidad de empresas e información completa.

Sin embargo, el pilar privado mostró diversas fallas de mercado que alejaban los resultados alcanzados de aquellos esperados desde una perspectiva social. Tales fallas, como la existencia de economías de escala, barreras a la entrada, asimetría de información y estrategia de segmentación y diferenciación de las administradoras, fomentan la intervención del Estado con el fin de acercar el equilibrio a aquel prevaleciente en una situación de competencia perfecta.

En este contexto, en febrero de 2007 se implementaron algunos cambios en el sistema de jubilaciones consistentes con la incorporación del régimen de reparto como competidor

directo del sistema de capitalización a fin de generar correctos incentivos de eficiencia sobre las administradoras. Tal iniciativa argumenta que la posibilidad periódica de elegir entre regímenes financieros que cuenta el trabajador presiona sobre el accionar de las firmas, actuando el régimen público de reparto como jugador testigo.

No obstante, diversas características estructurales del sistema tales como la miopía de los trabajadores y la complejidad propia de la información limita el alcance de los objetivos perseguidos, en tanto la demanda es inelástica a las variables clave del sistema. Asimismo, la transferencia compulsiva de diferentes grupos de trabajadores hacia el régimen de reparto genera una presión futura sobre la sustentabilidad financiera, en tanto avanza la transición demográfica.

Por tal motivo, en el presente trabajo se plantea un mecanismo alternativo de intervención que se encuentra focalizado sobre la conducta de las administradoras, vía regulación del mecanismo de pago a las firmas. Ello orientado por un lado a alinear los intereses de las administradoras y sus afiliados. Por otra parte, con el fin de limitar el abuso de poder de mercado de las firmas. En este sentido, una comisión regulada sobre la rentabilidad del fondo de jubilaciones y pensiones, genera incentivos correctos sobre las AFJP, en tanto sus ingresos crecen a medida que aumenta la rentabilidad. Asimismo, este mecanismo genera un ingreso medio creciente a medida que aumenta el valor del fondo de los afiliados, pudiendo actuar ello como una “cláusula de salvaguarda” en el contrato frente a la presencia de shocks exógenos negativos sobre la rentabilidad de las firmas.

Esta herramienta de intervención resulta costo-efectiva, con potenciales efectos positivos sobre el desempeño del mercado y limitando los problemas de riesgo moral y comportamiento oportunista ocasionados por la asimetría de información y la concentración de la industria.

## 6. Referencias Bibliográficas

Apella, Ignacio: “Discrete Choice Model in a Market with Product Differentiation. The Argentine Pension Fund System”, *mimeo*. 2007.

\_\_\_\_\_: “Heterogeneidad de la Demanda y Segmentación de Mercado. El Sistema Argentino de Fondos de Pensiones”, *Revista de la CEPAL* 89. 2006: 39-57.

Apella, Ignacio y Maceira, Daniel: “División de Funciones en el Mercado de AFJP: Una Propuesta de Regulación”, *mimeo*. 2006.a.

\_\_\_\_\_: “Economías de Escala y Barreras a la Entrada en el Mercado Argentino de AFJP”, *XLI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política*, Salta, Argentina. 2006.b.

Berstein, Solange y Ruis, Jose: "Sensibilidad de la Demanda con Consumidores Desinformados: El Caso de las AFP en Chile", *Documento de Trabajo* 4, Superintendencia de AFJP, Chile. 2005.

Bravo, David y Vásquez, Javiera: "Comportamiento Manada en las Administradoras de Fondos de Pensiones". *Departamento de Economía, Universidad de Chile*, disponible en [www.economia.puc.cl](http://www.economia.puc.cl). 2004.

Ferro, Gustavo: "Regulación y Costos Variables Endógenos en el Mercado de Fondos de Jubilaciones y Pensiones Argentino". *Documentos de Trabajo* 231, CEMA. 2003.

Kahn, Alfred. *The Economics of Regulation. Principles and Institutions*, The MIT Press, Cambridge. 1991.

Kleinjans, Kristin: "La Elección de un Programa de Pensión: la Experiencia de Colombia", En *Hujo, K., Mesa-Lago, C. y Nitsch, M., (comps.), ¿Públicos o Privados? Los Sistemas de Pensiones en América Latina después de dos Décadas*, Nueva Sociedad, Caracas, Colombia. 2004.

Larraín, Guillermo; Castañeda, Pablo y Castro Rubén: "Licitación: Imprimiendo Competencia al Sistema de AFP", *en Foco* 62. 2005.

Mastrángelo, Jorge: "Políticas para la Reducción de Costos en los Sistemas de Pensiones: el Caso de Chile", *Serie Financiamiento del Desarrollo* 86, CEPAL, Santiago, Chile. 1999

Ross, Stephen: "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *The American Economic Review* 63 (2). 1973: 134-139

Stiglitz, Joseph: "Principal and Agent", En *Allocation, Information and Markets*, ed. by Eatwell, J., Milgate, M. y Newman, P., The New Palgrave. 1989

Tarziján, Jorge: "Ideas para Aumentar la Competencia en el Mercado de las AFP", *en Foco* 60. 2006.

Train, Kenneth: *Optimal Regulation: The Economic Theory of Natural Monopoly*, The MIT Press, Cambridge. 1995.

Valdés-Prieto, Salvador: "Alternativas para Aumentar la Competencia entre las AFP", *en Foco* 61. 2006.

\_\_\_\_\_ : "Licitaciones para Aumentar la Competencia entre las AFP", *Punto de Referencia* 278. 2005.