

# La administración pública

1ª parte: ¿Invierten bien los gobiernos las reservas de pensiones?

---

Los administradores de fondos públicos de pensiones de todo el mundo controlan ahorros de retiro por un monto total de más de tres billones US\$. Su desempeño afecta directamente a millones de trabajadores obligados a cotizar a estos sistemas. Pero el impacto indirecto es mucho mayor; si los ahorros a largo plazo se canalizan de forma eficaz, resulta más sencillo financiar buenos proyectos y esto conlleva un mayor crecimiento económico. Una mala administración de estos ahorros no sólo reduce las futuras pensiones, sino que también distribuye desacertadamente el capital. El riesgo es especialmente alto en los países en desarrollo, donde escasea el capital y los trabajadores dependen de las pensiones para no caer en la pobreza.

Los esquemas públicos de pensiones con algún tipo de capitalización previa pueden agruparse en dos categorías. La forma más usual es el esquema de *prestaciones definidas parcialmente capitalizado* (DB). Éstos se suelen encontrar en los países más jóvenes, donde los sistemas de pensiones todavía son inmaduros, como ocurre en la África francófona, en algunos lugares de Oriente Medio y en el este de Asia. Sin embargo, algunos países más antiguos, como Suecia y Japón, también se incluyen en esta categoría, al haber decidido acumular superávits y compensar las transferencias entre generaciones. El

grado de capitalización real de estos esquemas varía según los distintos países y con el tiempo. Sin embargo, que nosotros sepamos, no existe un plan de prestaciones definidas totalmente capitalizado administrado por un gobierno nacional.

Un segundo tipo es el fondo de provisión de contribución definida de administración pública. Éstos se encuentran en su mayoría en las antiguas colonias británicas de África y Asia. Alrededor de una docena de países siguen utilizando este modelo, pero el número se está reduciendo. El mayor de todos en términos de individuos participantes es el Fondo de Provisión de Empleados (EPF) de la India, con más de 20 millones de participantes, mientras que el Fondo de Provisión Central (CPF) de Singapur es el más conocido, con sólo un millón de contribuyentes. Ambos prescriben rendimientos sobre las cuentas individuales e invierten principalmente en bonos del Estado.

## La administración pública frente a la privada

El gobierno influye en las políticas de inversión de todos los esquemas de pensiones. Los fondos privados de pensiones voluntarios dependen de un tratamiento fiscal favorable y, a menudo, se

encuentran sometidos a determinadas restricciones sobre las inversiones y la retirada de fondos. Los administradores privados de los esquemas obligatorios se enfrentan a veces a unos reguladores entrometidos y, con frecuencia, deben ceñirse a unos estrictos límites sobre el tipo de activos que pueden adquirir. Llevados al extremo, los límites sobre la cartera pueden incluso manipularse para obligar a que los fondos privados se inviertan exactamente como desea el gobierno.

Al mismo tiempo, un monopolio gubernamental centralmente administrado podría utilizar a los administradores privados y aplicar criterios basados en el mercado según su selección y compensación. En teoría, un fondo de administración pública que incluya criterios basados en el mercado podría enfrentarse a un entorno menos restrictivo que un esquema de administración privada sometido a unas regulaciones opresivas. Sin embargo, en la práctica, raras veces son las restricciones reguladoras tan extremas como para eliminar la discreción de los administradores privados, mientras que la mayoría de los fondos de administración pública están sometidos a restricciones y obligaciones.

### Restricciones y obligaciones

Las políticas de inversión de los monopolios de fondos públicos de pensiones vienen determinadas por consejos que incluyen a representantes del gobierno, de los sindicatos y de los empleadores. Sin embargo, estos consejos poseen una discreción limitada debido a las restricciones y las obligaciones que les fuerzan a invertir de cierta forma. Por ejemplo, Japón, Corea y los Estados Unidos se encuentran entre los países que obligan a sus fondos públicos de pensiones a prestar los superávits directamente al gobierno, fuera de los canales normales de empréstitos gubernamentales.

Las obligaciones determinadas por políticos bajo el encabezamiento “política de desarrollo” son más comunes. Entre éstas se incluyen inversiones sociales como bonos de viviendas en Suecia o inversiones con un objetivo económico (ETI) como la adquisición de bonos de empresas estatales. Por ejemplo, desde 1987, las reservas de pensiones de Irán se han utilizado, entre otras cosas, para proporcionar “líneas de financiamiento a unidades industriales del país para adquirir materias primas y

mejorar las actividades empresariales”. Y en Japón, el fondo de pensiones ha invertido un 17% de sus enormes reservas en sanidad, recreo y otras instalaciones bajo el encabezamiento “bienestar”.

Pero, aparte de los bonos del estado, la vivienda ha sido la inversión más popular de los fondos de pensiones. En un estudio reciente de una docena de países del África anglófona, la Asociación Internacional de Seguridad Social afirma que los fondos públicos de pensiones de Gambia, Ghana, Kenia, isla Mauricio, Nigeria, Swazilandia, Tanzania, Uganda y Zambia han desempeñado una función importante en el financiamiento y/o construcción de viviendas. En Tanzania y Zambia, por ejemplo, el mismo fondo construye viviendas que luego se alquilan a individuos.

El resultado de estas prácticas es un patrón de inversiones que refleja las prioridades del gobierno, pero que no se corresponden con los objetivos de las pensiones de capitalización previa. La mayoría de los fondos de pensiones invierten bastante en bonos del Estado y depósitos bancarios. Muchos realizan inversiones sociales o conceden préstamos a empresas de propiedad estatal e incluso a individuos. Se invierte muy poco en acciones y los activos extranjeros casi nunca forman parte de la cartera.

En resumen, los fondos públicos de pensiones no poseen el tipo de cartera que recomendarían los administradores de fondos privados de pensiones interesados en maximizar una rentabilidad adaptada al riesgo. Por el contrario, sus inversiones reflejan objetivos de la política pública distintos a la provisión de pensiones. Por supuesto, hay que señalar que los gobiernos también pueden interferir en las opciones de inversión de los fondos privados de pensiones. Pero, normalmente, el impacto es mucho menor, puesto que los administradores privados son responsables de su desempeño.

### Opciones de inversión limitada dentro del país

Los mercados de bonos y valores sin liquidez o inexistentes pueden suponer otro impedimento para los administradores de fondos públicos (y privados)

de pensiones. Así ocurre especialmente en los países en desarrollo, donde el fondo público puede ser el mayor inversionista individual del país. Por ejemplo, el Fondo de Provisión de Empleados (EPF) de Sri Lanka posee activos que eran aproximadamente equivalentes al monto del mercado de valores a finales de los 90. Sus decisiones de inversión podían mover los mercados en solitario. Mientras, una gran posición de capital se convertía en el mayor accionista del país.

En algunos países, el imperio de la ley, la definición de los derechos de propiedad y las infraestructuras financieras básicas no cumplen siquiera los niveles mínimos. No existe un grado indicativo de que no hay riesgo, puesto que el gobierno puede incumplir el pago de los bonos o no asegurar la solvencia del sistema bancario. Por desgracia, el caso de Camerún, que se describe en el recuadro que aparece a continuación, no es el único.

Aunque los mercados de capital locales no desarrollados son un problema evidente para cualquier tipo de capitalización, esto no parece explicar el tipo de patrones de inversión que se han descrito anteriormente. Pero, incluso en los países donde los mercados de capital proporcionan salidas potenciales de inversión para grandes fondos públicos de pensiones, surgen al menos tres problemas: en primer lugar, el hecho de que una gran proporción de las acciones sean propiedad del gobierno plantea, al menos, cuestiones importantes sobre la administración institucional. Segundo, el gobierno puede verse tentado a utilizar los fondos de pensiones para apoyar el mercado de valores o a empresas específicas con influencia política. Finalmente, el gobierno puede encontrarse en la embarazosa posición de ser regulador y propietario de determinadas industrias, creando otros posibles conflictos de intereses.

## Camerún no es un refugio seguro para los fondos públicos de pensiones

En los 80, el fondo público de pensiones de Camerún (CNPS) tuvo dificultades para encontrar lugares seguros donde invertir sus cada vez mayores fondos. Existían pocos valores privados disponibles en el país y se vio forzado a adquirir bonos de bajo interés a medio plazo de la Sociedad Nacional de Inversiones. Los depósitos bancarios fueron la segunda mayor partida de la cartera, pero estos depósitos resultaron ser bastante arriesgados. Las cuentas se congelaron cuando varios bancos cerraron en los 80. Sólo la pequeña parte de la cartera en bienes inmuebles mantuvo su valor real con el tiempo.

La mayor parte de la cartera se encontraba en forma de bonos del Estado. Naturalmente, estaría segura allí, ¿o no? A mediados de los 80, el gobierno de Camerún cubrió parte de su déficit en desarrollo tomando prestadas grandes sumas del CNPS. Se le obligó a realizar más préstamos a empresas estatales como la Cameroon Sugar Corporation y la Cameroon Banana Organization. Las viviendas sociales se financiaron con préstamos a la Cameroon Housing Company. Estos préstamos se concedieron por orden del Presidente de la República o el Ministro de Finanzas, mientras que la administración del CNPS se limitaba a seguir las instrucciones. La duración de los préstamos era de 10 ó 20 años y las tasas de interés eran, a menudo, más bajas que las proporcionadas por los depósitos bancarios. Algunas empresas estatales no pudieron reembolsar los préstamos, mientras que otras sencillamente decidieron no reembolsarlos. Un funcionario expresaba así su consternación:

“Los administradores del CNPS no pueden presionar al gobierno, puesto que el Fondo es una institución pública... Esta situación justifica el miedo de los que temen que la tentación de las abundantes reservas acumuladas por los esquemas de la seguridad social sea demasiado fuerte para las autoridades públicas, que recurrirán a ellas con propósitos más dudosos”.

Los administradores frustrados del CNPS incluso recomendaron depositar parte del dinero de los fondos de pensiones en el extranjero, pero esto fue rechazado por el gobierno. Finalmente, parece no existir un refugio seguro para los ahorros de los trabajadores cameruneses.

## Rentabilidad y volatilidad de las inversiones

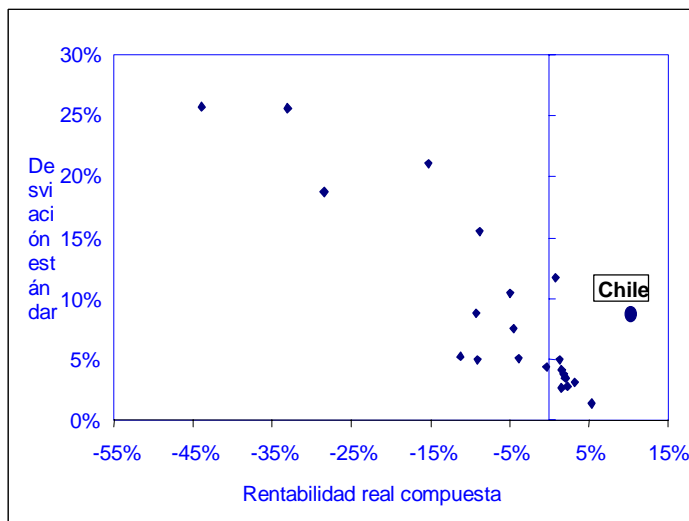
Quizás el indicador más importante de cómo se administran las reservas públicas de pensiones sea la tasa de rentabilidad. Por desgracia, no existen datos disponibles de la mayoría de los países y, cuando los hay, pueden no ser estrictamente comparables. Por ejemplo, los métodos de evaluación varían, y la mayoría de los países utilizan valores en libros en vez de observar el mercado. En otros países, sencillamente no se publica la rentabilidad. La escasez de información adecuada en este área ya es sintomática en sí misma de la falta de responsabilidad

y transparencia que caracteriza a muchos de los sistemas.

Con estas salvedades en mente, este apartado considera dos tipos de rentabilidad en una pequeña muestra de países. El primer tipo es la rentabilidad que se acredita a las cuentas de los participantes en fondos de provisión. El segundo se refiere a la rentabilidad declarada de las inversiones de los esquemas de prestaciones definidas parcialmente capitalizados. En esta muestra se han incluido los países con datos de al menos ocho años consecutivos.

La Figura 1 que aparece a continuación muestra las tasas compuestas de rentabilidad anuales y las desviaciones estándar de esquemas de administración pública en una muestra de 22 países y el sector chileno de las pensiones privadas. Los promedios se basan en un mínimo de 8 y un máximo de 35 años de rentabilidad. La mitad de la muestra, o 10 países, no generaron una rentabilidad real positiva y la mayoría estuvo entre el 1 y el 2%. Sólo los participantes en fondos de provisión de Malasia y en el esquema de prestaciones definidas parcialmente capitalizado de Corea consiguieron una rentabilidad real superior al 3%. El desempeño de Corea fue el mejor, con un 5,4% anual. Las peores rentabilidades fueron las de Uganda (-50,5%), Perú (-46,6%) y Zambia (-30,5%).

Rendimiento anual y volatilidad 1



La sorprendente cifra de la Figura 1 es la correlación inversa entre riesgo y rentabilidad. Normalmente, una mayor volatilidad se asociaría a unas mayores tasas de rentabilidad a largo plazo, pero aquí parece ocurrir lo contrario.

La Figura 1 es difícil de interpretar. A menos que los administradores de los fondos públicos de pensiones tengan un acceso total a una cartera globalmente diversificada, cada uno de ellos se enfrentará a unas oportunidades de inversión muy diferentes. También se encuentran limitados por obligaciones y restricciones, tal como hemos visto antes. Finalmente, las crisis sufridas por cada país durante los periodos

cubiertos en esta gráfica podrían desvirtuar los resultados. En resumen, aunque los datos confirmen un patrón de rentabilidad baja o negativa, no muestran si la rentabilidad obtenida era razonable dadas las condiciones reinantes.

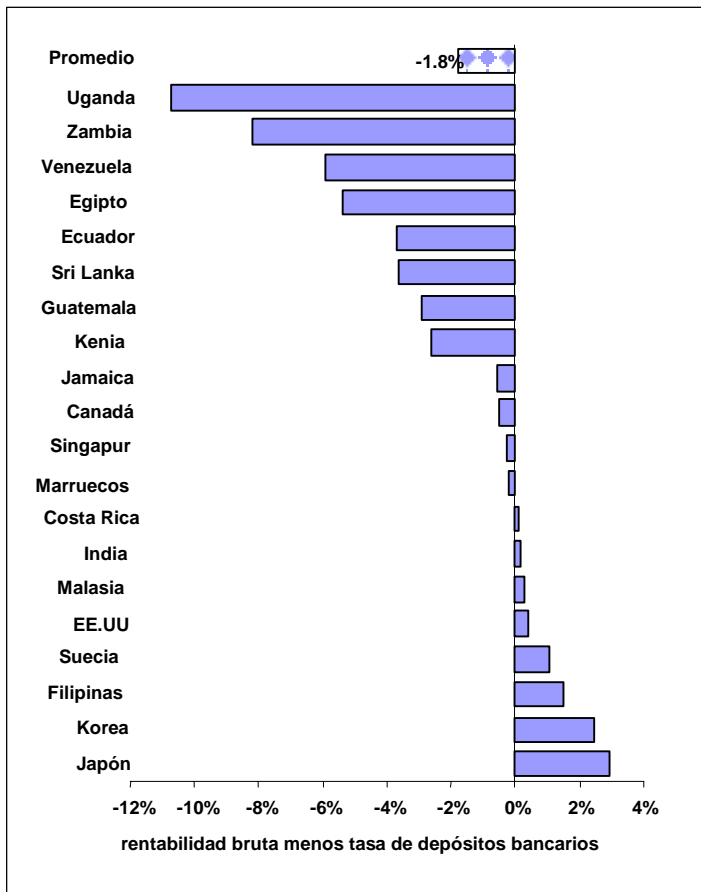
Para conseguir una imagen más clara, podemos normalizar la rentabilidad relativa a las tasas de los depósitos bancarios en los mismos países durante los mismos periodos. Esto debería ayudar a controlar algunos de los factores específicos de cada país y proporcionar una referencia aproximada de las alternativas de inversión disponibles. Los resultados de este ejercicio se muestran en la Figura 2.

Existe una variación importante en la muestra. Utilizando un promedio simple, la rentabilidad se encuentra 180 puntos básicos por debajo de las tasas de los depósitos bancarios. Sin embargo, cuatro países (Suecia, Filipinas, Corea y Japón), muestran una rentabilidad que es 100 puntos básicos mayor que las tasas de los depósitos. Destacan Japón y Corea, con una rentabilidad que supera las tasas de los depósitos en 300 y 250 puntos básicos respectivamente. Sin embargo, esto resulta menos impresionante si se tiene en cuenta que la rentabilidad es aproximadamente la misma que la de los bonos del Estado a un año. La mayor parte de la muestra declara una rentabilidad muy por debajo de la tasa de interés a corto plazo. En los peores casos, los fondos habrían ganado entre 400 y 1.000 puntos básicos más al año manteniendo todo su dinero en depósitos bancarios. Y todavía peor, no se compensó a los trabajadores de estos países por esta baja rentabilidad con un menor riesgo; la volatilidad de las tasas de los depósitos bancarios fue la misma o más baja que la de la rentabilidad de los fondos de pensiones.

La Figura 2 sugiere que la rentabilidad en la mayor parte de la muestra no es ni siquiera tan alta como la que podrían haber obtenido unos ahorradores individuales. Pero los fondos de pensiones manejan unos ahorros a largo plazo que deberían

poder conseguir una mayor rentabilidad a cambio de una menor liquidez. En vez de la tasa de rentabilidad a corto plazo sin riesgo, deberían poder alcanzar algo más próximo al rendimiento del capital a largo plazo.

Rentabilidad menos las tasas de los depósitos bancarios 2



Al evaluar la diferencia entre la rentabilidad real y potencial, podemos considerar el crecimiento de los ingresos como una referencia aproximada. En una economía dinámicamente eficiente, el rendimiento del capital es mayor que el crecimiento de los ingresos en los horizontes a largo plazo. Por tanto, la rentabilidad disponible de una cartera diversificada para los fondos de pensiones de administración pública debería ser mayor que el crecimiento de los ingresos. También es importante mantener esta relación si el esquema de pensiones ha de generar unas tasas de reemplazo razonables.

La Figura 3 muestra que sólo dos rentabilidades obtenidas en esquemas de pensiones de administración pública fueron mayores que el crecimiento de los ingresos per cápita durante los periodos en cuestión. Sólo en las Filipinas y Marruecos, la rentabilidad fue mayor que el

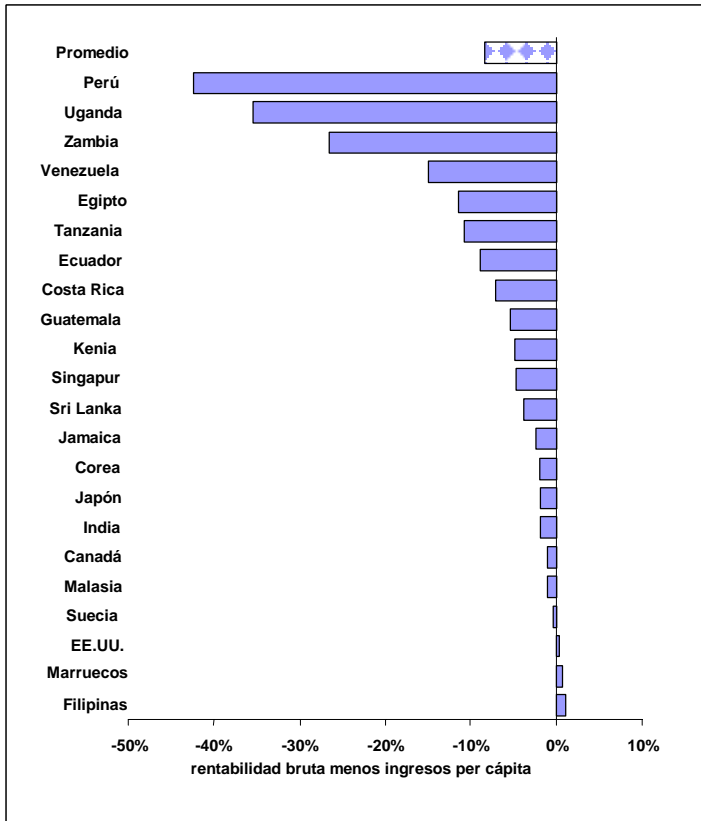
crecimiento de los ingresos, y por un estrecho margen. En la mayoría de los países, la rentabilidad fue por detrás del crecimiento de los ingresos. En la mitad de la muestra, la diferencia a favor del crecimiento de los ingresos fue mayor de 300 puntos básicos.

Los resultados de Singapur y Malasia merecen una discusión más profunda. Ambos fondos de provisión muestran una tasa real de rentabilidad para los participantes baja pero positiva. Sin embargo, los ingresos de ambos países se encontraban entre los de mayor crecimiento del mundo en las últimas tres décadas. Otra similitud es que los rendimientos prescritos para los participantes se han basado en tasas de interés a corto plazo, mientras que se cree que la rentabilidad real de las inversiones ha sido mucho mayor. En otras palabras, parte del efecto observado aquí es una tributación implícita de la rentabilidad más que un mal desempeño de las inversiones.

Desde la perspectiva del trabajador, el resultado de esta tributación implícita es una baja tasa de reemplazo. Suponiendo que el salario medio y la renta per cápita fueran a la vez en ambos países, una persona que comenzara a trabajar en 1960 habría visto su salario multiplicarse por ocho en Singapur y casi por diez en Malasia hasta 1995. Mientras tanto, la cotización que realizaba en 1960 sólo se habría duplicado en Singapur y triplicado en Malasia. No resulta sorprendente que hayan aumentado las críticas hacia estos sistemas a medida que los trabajadores a punto de retirarse tras cotizar toda su vida laboral descubren que los bajos saldos son insuficientes para mantener el nivel de vida tras el retiro.

Rentabilidad menos el crecimiento de los ingresos

3



Por contraste, la rentabilidad de los fondos privados de pensiones casi siempre supera el crecimiento de los salarios a largo plazo. La Figura 4 que aparece a continuación muestra que esta diferencia suele ser de al menos 200 puntos básicos. Y, aunque los periodos de tiempo considerados aquí difieren, también se puede comparar la rentabilidad de las pensiones públicas y privadas de unos cuantos países en largos periodos de tiempo. Por ejemplo, los fondos de

administración privada de Suecia y Japón obtuvieron una rentabilidad de 300 y 500 puntos básicos respectivamente por encima de los del sector público.

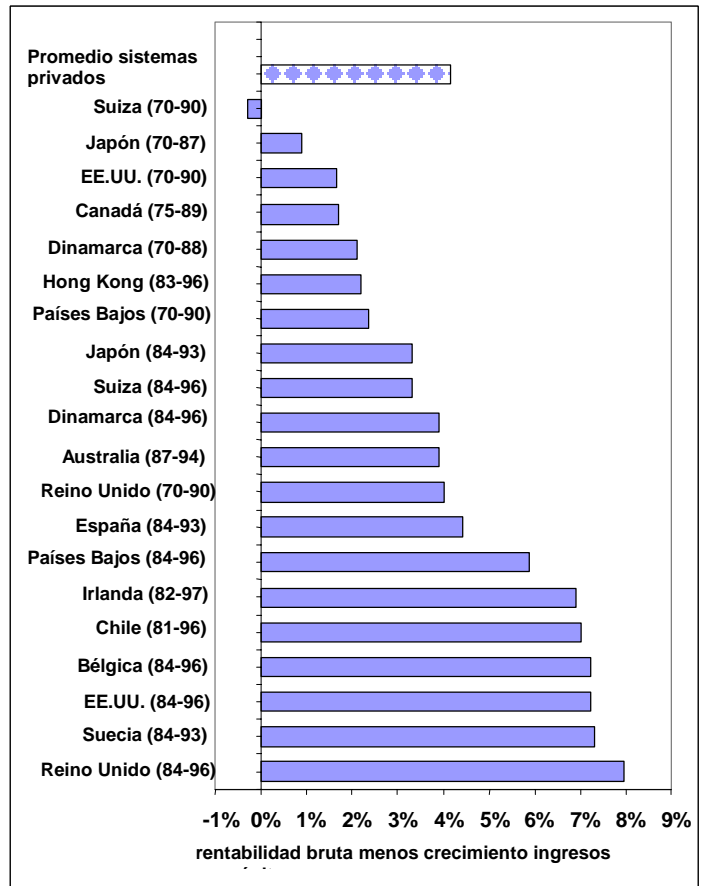
¿Qué explica un mal desempeño?

Ya se han mencionado las causas de un mal desempeño: entre ellas se incluyen una intromisión del gobierno en las inversiones que va desde la

imposición de objetivos sociales o de desarrollo sobre el fondo de pensiones hasta obligar a los fondos de pensiones a financiar déficits o pérdidas de empresas estatales, a menudo con unas tasas de interés menores que las disponibles en el mercado.

Los administradores privados son mejores

4



La prohibición común de las inversiones en el extranjero supuso otro reto importante para los administradores de fondos públicos de pensiones que intentaban diversificar el riesgo específico de su país (a menudo importante). Aunque hemos señalado que unos mercados de capital débiles y/o mal regulados podrían no proporcionar las oportunidades de inversión necesarias para los grandes fondos, esta limitación parece no ser vinculante en la mayoría de los países. Ciertamente no podría explicar por qué la rentabilidad era menor que las tasas de los depósitos bancarios.

También hemos señalado que la rentabilidad normalizada varía mucho entre los fondos de pensiones de administración pública. Esto sugiere que existen factores adicionales que están aumentando o reduciendo las deficiencias generales que afectan a la administración pública. La pregunta obvia es ¿por qué algunos países tienen un mejor desempeño que otros?.

La explicación del desempeño de los fondos privados de pensiones se ha enfocado en la asignación estratégica de activos. Se ha descubierto que estas decisiones explican más del 90% de la variación en la rentabilidad adaptada al riesgo en los fondos privados de pensiones. En los fondos públicos hemos mostrado que, en su mayor parte, estas decisiones vienen determinadas por las obligaciones y restricciones impuestas sobre los administradores de estos fondos. Las decisiones sobre la asignación de activos son principalmente políticas y no tienen mucho que ver con cualquier aplicación de la teoría de la cartera.

En resumen, el problema es que la política de inversiones se guía por motivos políticos. Esto significa que las diferencias observadas en los distintos países probablemente tengan una correlación con la falta de transparencia que permite que los fondos se utilicen con objetivos distintos a los de las pensiones. Otras posibles causas del mal desempeño también reflejarían la calidad del gobierno: algunos gobiernos pueden depender menos de unos empréstitos baratos de las reservas de pensiones, mientras que otros pueden ser más resistentes a las presiones para las inversiones sociales. Algunos pueden ser incluso más susceptibles a la corrupción.

Recientemente se ha descubierto que un buen gobierno va asociado a una amplia gama de resultados positivos de desarrollo en muchos países. A la inversa, los países que no obtienen una buena calificación en términos de eficiencia burocrática y corrupción muestran peores niveles de vida.

Tomando los datos como base, un estudio ha comprobado las siguientes hipótesis:

- el nivel de gobierno de un país afecta al desempeño en distintos países y que
- existe un “efecto en la administración pública” general que reduce la rentabilidad en sí mismo

Estas hipótesis se han comprobado en un análisis de regresión multivariado utilizando la rentabilidad bruta menos las tasas de los depósitos bancarios como la variable dependiente. Se utilizaron dos índices, uno de gobierno y otro de administración pública como variables explicativas. La medida del gobierno es un promedio de los tres índices que cubren las percepciones estudiadas de (i) la eficiencia del sistema judicial, (ii) la cantidad de trámites y (iii) la corrupción. La proposición aquí es que un mal gobierno conlleva unas condiciones (corrupción, inversiones politizadas, la necesidad de un financiamiento cautivo para los déficits, etc.) que producen una rentabilidad escasa.

La muestra utilizada incluía las observaciones de la rentabilidad bruta menos las tasas de los depósitos bancarios a largo plazo de 16 países de la Figura 2 mostrada anteriormente. El índice de gobierno no se encontraba disponible en el resto de países. La muestra también incluía observaciones del mismo indicador de 14 países en los que se podía obtener rentabilidad de las pensiones privadas. Se dispuso de observaciones de la administración pública y privada de Canadá, los Estados Unidos, Suecia y Japón.

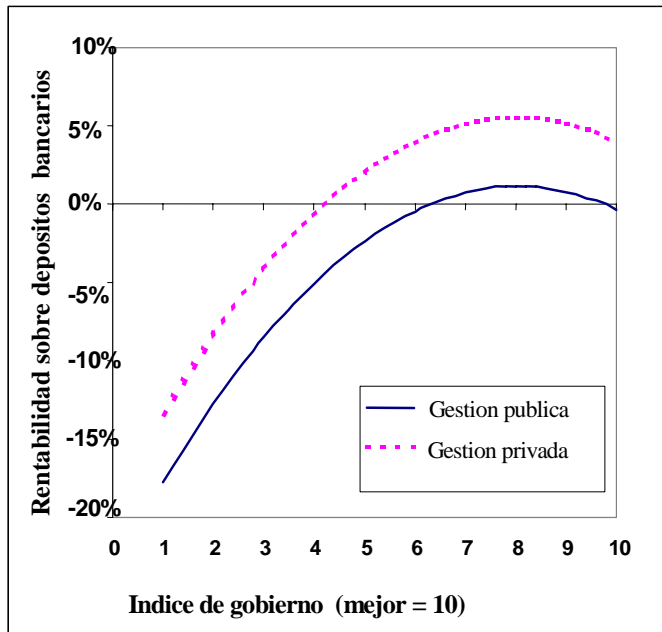
¿Cuáles fueron los resultados? Una mejor calificación del gobierno del país se asoció a una alta rentabilidad, mientras que la administración pública la reducía. Se puede apreciar el alcance de estos dos efectos en la Figura 5, que traza las líneas correspondientes de la rentabilidad de la administración pública y privada para distintos valores del índice de gobierno. El efecto del gobierno es importante: en una escala del 1-10, en la que 10 es el mejor gobierno, un incremento de 4-5 a 8-10 aumenta la rentabilidad relativa a los depósitos bancarios en 5-7 puntos porcentuales. La mayoría de las ganancias se dan en la parte más baja de este rango y comienzan a desaparecer cuando un gobierno consigue una calificación de aproximadamente 8.

La diferencia entre las líneas paralelas en la Figura 5 se debe al efecto de la administración pública. La administración privada produce una rentabilidad unos 430 puntos básicos mayor que los esquemas de administración pública tras tener en cuenta las diferencias en el índice de gobierno. En otras

palabras, el “efecto de la administración pública” resulta muy negativo.

### El gobierno y la rentabilidad de las inversiones

5



La Figura 5 también muestra que es probable que los esquemas de administración privada produzcan una rentabilidad razonable en países con calificaciones de gobierno medias o altas. En los países calificados con un 7 o más, la rentabilidad privada supera a las tasas de los depósitos bancarios en más de 400 puntos básicos. Por otro lado, los países con las peores calificaciones de gobierno, digamos por debajo de 4, no producirían una rentabilidad razonable ni siquiera con una administración privada. La diferencia entre la rentabilidad en un esquema de administración privada en un país con un buen gobierno y un esquema de administración pública en un país con un mal gobierno sería del orden de 10 puntos porcentuales.

Las implicaciones políticas son importantes: en primer lugar, a menos que se pueda mejorar la administración pública, no es probable que sea efectiva para conseguir los objetivos de un sistema de prestaciones definidas parcialmente capitalizado o un sistema de contribución definida capitalizado.

Segundo, es probable que un mal desempeño de los sistemas de administración pública indique una

asignación desacertada de los ahorros con importantes implicaciones macroeconómicas si el fondo es grande. Tercero, un buen gobierno es importante para la administración privada. Finalmente, los países con un mal gobierno deberían evitar totalmente la capitalización de sus sistemas obligatorios de pensiones.

Estas conclusiones son preliminares y están sujetas a varias salvedades. En particular, el conjunto de datos utilizado tiene ciertos problemas de calidad y comparación. Los métodos de evaluación varían y no se han tenido en cuenta las comisiones administrativas del fondo. Además, la muestra es bastante reducida, a pesar del hecho de que 30 observaciones de países representan más de 400 puntos de datos por país y año para cada variable. Y, desafortunadamente, no hay datos disponibles sobre el gobierno de una serie temporal. El análisis supone de forma implícita que la capacidad de gobierno relativa no ha cambiado en los periodos de tiempo analizados.

Los resultados también pueden verse desvirtuados por el hecho de que los esquemas de administración privada de nuestra muestra provienen de países con un mejor gobierno. Finalmente, hay que tener en cuenta que la rentabilidad de administración privada es un promedio sectorial que oculta variaciones posiblemente importantes en los fondos de un país. Sin embargo, las conclusiones preliminares del análisis son bastante consistentes y también son consecuentes con un gran conjunto de datos anecdóticos.

La consecuencia más visible para los miembros del fondo es la baja tasa de rentabilidad. En los esquemas de prestaciones definidas parcialmente capitalizados, la baja rentabilidad acelera el día en el que haya que reducir las prestaciones o aumentar las cotizaciones. Esto ya ha ocurrido en muchos países en desarrollo, donde han surgido déficits o se han visto obligados a aumentar las cotizaciones tras una o dos décadas de funcionamiento, principalmente debido a una mala rentabilidad de las inversiones. En otras palabras, una mala política de inversiones conlleva una menor tasa interna de rentabilidad para los participantes en el sistema.

Los miembros de un esquema de contribución definida de administración pública sienten los efectos de forma mucho más directa. Un trabajador que contribuyera con 100 chelines al fondo de provisión keniana en 1978, se habría retirado en 1990 con unos 60 chelines en términos reales. E, incluso cuando la rentabilidad real es positiva, el hecho de que no vaya a la par del crecimiento de los ingresos indica que su función de igualación del consumo se ve comprometida.

### Lecturas adicionales

Asher, M. (1999), "The Pension System in Singapore", serie Introducción a la reforma de las pensiones, Documento de Discusión sobre Seguridad Social nº 9919, Banco Mundial.

Angelis, T. (1998), "Investing Public Money in Private Markets: What are the Right Questions?", documento presentado en el congreso de la National Academy of Social Insurance en 1998.

Iglesias A. y Palacios (2000), "Managing public pension reserves: Evidence from the international experience", serie Introducción a la reforma de las pensiones, Documento de Discusión sobre Seguridad Social nº 0003, Banco Mundial.

Munnell, A. y C.N. Ernsberger (1989), "Public Pension Surpluses and National Saving: Foreign Experience", New England Economic Review, marzo/abril 1989.

Weaver, C. ed. (1990), "Social Security's Looming Surpluses: Prospects and Implications", American Enterprise Institute, Washington D.C..

### El recuadro sobre Camerún está basado en:

Mounbaga, E. (1995), "The investment of social security reserves during periods of crisis: The experience of Cameroon", International Social Security Review, Vol. 48, 2/95.

### Conclusiones y recomendaciones

- ❑ las reservas de pensiones de administración pública se suelen utilizar para financiar políticas que no son de pensiones
- ❑ los administradores de fondos públicos de pensiones tienden a invertir basándose en objetivos no relacionados con la provisión de pensiones
- ❑ entre éstos se incluyen inversiones con objetivos sociales y económicos como la vivienda
- ❑ pero, con frecuencia, los gobiernos consideran las reservas de pensiones como una forma cómoda y barata de financiar los déficits
- ❑ un resultado es que la administración pública produce una mala rentabilidad en relación con lo que potencialmente se podría obtener
- ❑ los buenos gobiernos tienen un mejor desempeño, pero la administración pública produce una rentabilidad inferior en todos los países
- ❑ como resultado, los miembros del sistema han de pagar mayores cotizaciones o recibir menores prestaciones
- ❑ los datos sugieren que, en general, se debería evitar la administración pública de las reservas de pensiones
- ❑ cualquier capitalización previa de las obligaciones a largo plazo de las pensiones requiere un nivel mínimo de buen gobierno