

## LA REFORMA A LAS PENSIONES EN LATINOAMÉRICA

Guillermo Martínez Atilano<sup>1</sup>

### Resumen

*La población de Latinoamérica envejece y los sistemas de seguridad social se reforman. Sin embargo, la experiencia reciente de varios países de América latina, previene contra el optimismo de los reformadores. En este documento se afirma que existen riesgos que no han sido correctamente evaluados y que las reformas deben eliminar el riesgo catastrófico asociado con los compromisos adquiridos. Se analizan las causas de la reforma a las pensiones y se evalúa el peso específico tanto de los factores demográficos como los económicos y financieros.*

### Introducción

El envejecimiento de la población pone en crisis a los sistemas basados en el reparto simple de aportaciones. A finales de los años ochenta, la mayoría de los países de Latinoamérica tenían problemas serios para poder cubrir el pago de las pensiones. Las reservas de los sistemas de pensiones se utilizaron para mitigar los problemas de salud y de pobreza, sumado a esto durante la década de los años ochenta en Latinoamérica no creció el producto y se estancó la economía. Además las reservas perdieron poder adquisitivo por los problemas inflacionarios. Por este motivo, diez países de América Latina han realizado reformas a sus sistemas de pensiones. Las reformas iniciaron en Chile (1981), y siguieron en Perú (1992), Colombia (1994), Argentina (1994), Uruguay (1996), México (1997), Bolivia (1997), El Salvador (1998), Costa Rica (2000), y República Dominicana (2003). La opción privatizadora a la seguridad social siempre ha estado presente, con diferentes matices en

---

<sup>1</sup> Profesor Investigador del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Iztapalapa.

cada uno de los países que han llevado a cabo reformas estructurales. En esta opción se contempla además de la transferencia de las contribuciones a administradoras privadas<sup>2</sup>, la libertad para invertir los fondos de ahorro de los cotizantes. Estas reformas sustituyen y en algunos casos complementan los esquemas basados en el reparto. Esto implica un cambio completo respecto a un contrato entre generaciones por uno individual para el ahorro de recursos para el retiro; lo mismo que un cambio de la administración pública a la privada.

Latinoamérica experimentó cambios demográficos durante el último medio siglo, mismos que han modificado la base de la población y la operación de las instituciones encargadas de la seguridad social. Una manifestación clara de ello es el envejecimiento de la población. Ya que el envejecimiento está relacionado con los sistemas de seguridad social, sus efectos serán cada vez más evidentes. Como ha sido el caso en los países desarrollados. Sin embargo, las economías latinoamericanas no han alcanzado el grado de desarrollo suficiente para afrontar los problemas que el envejecimiento causa a los sistemas de pensiones.

Hay dos aspectos que caracterizan al envejecimiento. El primero, es el aumento del peso relativo de las personas mayores de 60 años en la población total. Y el segundo aspecto, el aumento de la esperanza de vida. La población de Latinoamérica envejece. Esto como resultado de la transición demográfica, la cual se inicia como ha sido la experiencia mundial, con la reducción de la mortalidad en la niñez y la disminución de la tasa de fecundidad.

Si definimos al envejecimiento como la tasa de dependencia, es decir la proporción de la población de 60 años o más respecto a la población total, entonces es posible verificar que en los próximos años ocurre un incremento tanto absoluto como relativo de este grupo de la población. Inclusive, puede observarse que a diferencia de lo ocurrido en los países desarrollados, el proceso de envejecimiento será más rápido.

---

<sup>2</sup> Es importante señalar, que la opción privatizadora en casos como México tuvo como antecedente la creación de fondos de retiro complementarios a los existentes, sin embargo estos fondos (el SAR) no implicaban la administración privada de los ahorros de los cotizantes.

Las personas mayores de 60 años constituyen el grupo de población de más rápido crecimiento en la región: su tamaño actual de unos cuarenta millones probablemente se duplicará dentro de unos veinte años. La proporción de la población de 60 años es todavía reducida en comparación con la de los países más desarrollados: constituye hoy casi 8% de la población en América Latina, comparado con un 20% en Europa, y casi 23 % en Japón.

Adicionalmente la esperanza de vida al nacer ha ido en aumento. A principios de los años 50 y fines de los noventa, la esperanza de vida se incrementó, en promedio, 18 años, pasando de 51.4 a 69.2 años. Según las proyecciones de la CELADE<sup>3</sup>, en el año 2025 la esperanza de vida media de la población de la región será de 75 años.

Tal como sucede con casi todas las variables socioeconómicas y demográficas en la región, existe una gran heterogeneidad entre países con respecto al envejecimiento: algunos países tienen, y seguirán teniendo por muchos años, distribuciones bastante jóvenes tal es el caso de Nicaragua, Honduras y Bolivia. Un número importante está en las etapas intermedias de la transición demográfica y se proyecta que envejecerán significativamente durante las próximas décadas (incluye a los dos más poblados, Brasil y México), mientras que otros están ya relativamente envejecidos, como Argentina, Uruguay, y Chile.

De acuerdo con las fases de la transición demográfica, se pueden ordenar los países de Latinoamérica en dos grupos. El primer grupo con una transición media y el otro con una etapa avanzada. Les siguen los países, ubicados en un grupo denominado de envejecimiento moderado avanzado, que presentan en la actualidad porcentajes de personas mayores entre 8% y 10% y que experimentarán un aumento rápido de este porcentaje hasta cifras de 25% a 30% de personas mayores, entre los países que se encuentran en esa situación están Argentina, Brasil, Chile y Uruguay.

<sup>3</sup> Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía. *Los adultos mayores en América latina y el caribe datos e indicadores*, Santiago de Chile, marzo de 2002, Pág. 57.

Conforme a los reportes publicados por el Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía, el envejecimiento es un proceso generalizado. En todos los países de la región, la población de 60 años y más muestra un incremento sustancial, tanto en términos absolutos como relativos dado que la proporción de población de 60 años y más aumentará desde un 8% en el año 2000 a 14.1% en 2025 y a 23.4% en 2050. La variación entre los países tiene relación directa con la etapa actual de transición demográfica de cada país. Así, la proporción de personas de 60 años y más es menos del 54% en los países en situación inicial o intermedia frente a un 9.1% en aquellos países en una etapa más avanzada de este proceso.

CUADRO 1. INDICADORES DEL PROCESO DE ENVEJECIMIENTO DEMOGRÁFICO EN LATINOAMÉRICA

Indicadores	2000	2025	2050
Población total (Millones)	511.93	685.37	801.18
Población de 60 años y más (Millones)	41.28	98.23	184.07
Porcentaje de personas de 60 años y más	8.0	14.1	23.4
Tasa de crecimiento anual (2000-2025 y 2025-2050)		3.5	2.5
Porcentaje de personas de 75 años y más	1.9	3.5	7.9
Edad mediana de la población	24.6	32.5	39.4

Fuente: Elaboración propia con datos del Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía (CELADE) - perteneciente a la CEPAL.

En todos los países de la región de América Latina, la proporción y el número absoluto de personas de 60 años y más aumentarán sostenidamente en los próximos decenios. En términos absolutos, entre los años 2000 y 2050 el incremento será aproximadamente de 86 millones de personas. Se trata de una población que crece rápidamente (3.5%) y con un impulso mayor que el que muestra la población de edades más jóvenes. En efecto, la velocidad de cambio de esta población será entre tres y cinco veces mayor que la de la población total en los periodos 2000-2025 y 2025-2050, respectivamente.

La proporción de personas mayores de 60 años se triplicará entre el 2000 y el 2050; de ese modo, uno de cada cuatro latinoamericanos será una persona adulta mayor. Debido al aumento de la longevidad, el peso de las personas más viejas entre los mayores se incrementará; la población mayor de 75 años pasará de un 2% a un 8% entre el 2000 y 2050. Dos indicadores de la estructura por edad indican nítidamente algunas de las implicaciones demográficas de este proceso. En primer lugar, la edad media de la población aumentará 15 años entre el 2000 y el 2050; de este modo, para el 2050 la mitad de la población tendrá más de 40 años. Por su parte, la relación numérica entre viejos y menores irá cambiando drásticamente. En la actualidad, por cada 100 menores, hay 25 adultos mayores; para el final de la primera mitad del siglo, habrá un 28% más de personas mayores que de menores<sup>4</sup>.

En síntesis, se tiene que el cambio demográfico en Latinoamérica ha ocurrido de forma más rápida que en los países desarrollados; el envejecimiento de la población es una tendencia que pone en crisis a los sistemas basados en el reparto simple de aportaciones.

### Aspectos generales de la reforma de pensiones en Latinoamérica.

En Latinoamérica el proceso de reformas a los sistemas de pensiones ha sido radical y diverso. Es posible distinguir tres modelos de reforma: el primero, es un sistema único donde la afiliación al sistema es de carácter obligatorio para los trabajadores asalariados. Este sistema reemplaza completamente al sistema de reparto existente. El segundo modelo es mixto pues coexisten el régimen de capitalización individual y el de reparto. La cotización como porcentaje de la remuneración del trabajador se distribuye entre ambos regímenes. El modelo mixto se ha seguido en tres países: Argentina Uruguay, Costa Rica. Además este modelo es más parecido a los modelos europeos. En el tercer modelo el sistema de capitalización individual y el de reparto compiten. En Perú y Colombia los trabajadores están obligados a elegir uno de estos regímenes. En México de la misma forma que en Chile, Bolivia, El Salvador y la República Dominicana el sistema es del primer tipo, totalmente capi-

<sup>4</sup> CELADE. *América latina y el Caribe: el envejecimiento de la población 1950-2050*, julio 2003, Santiago de Chile. Tabla 6, pág. 32.

talizado, basado en cuentas individuales administradas por instituciones financieras especializadas. En el análisis del régimen de pensiones chileno se ha demostrado los altos beneficios alcanzados.

Latinoamérica no está sola en su experiencia con las reformas estructurales. Un conjunto similar de reformas se llevó a cabo en los países de Europa Oriental, Asia Central y en la Federación de Rusia. En total diez países han llevado a cabo reformas previsionales como parte de los profundos cambios hacia la economía de mercado. Aunque estos países ofrecen una gran cantidad de problemas interesantes, sus contextos demográficos e institucionales son diferentes a los de Latinoamérica. En los países de Europa Oriental se tienen problemas de creación de mercados. En particular los mercados de trabajo y de capitales. Adicionalmente, en Rusia y en Europa Oriental se tienen grandes incentivos para la jubilación adelantada, por lo que la pensión es una forma de seguro de desempleo. Además, la poca profundidad de los mercados de capitales y las crisis financieras y de credibilidad del sistema bancario ha llevado a estos países a fijar reglas que aseguran rendimientos mínimos e inversiones en bonos gubernamentales. En cambio en Latinoamérica los sistemas pensionales tienen una larga tradición. Argentina, Chile, México y Uruguay implantaron a principios del siglo veinte sistemas de seguridad comparables con los países desarrollados. Dos hechos explican este fenómeno. Por una parte Chile, Argentina y Uruguay tienen una población similar a la de los países de Europa Occidental, con una gran proporción de población vieja. Por otra parte, los movimientos sociales de principios de siglo retomaban las demandas obreras como fue en el caso de México. Además, respecto a la población total de Latinoamérica, en estos cuatro países se concentra el 30 % de la población de la región.

La reforma jubilatoria tuvo que ser emprendida bajo circunstancias fiscales mucho más difíciles, ya que ni Argentina ni Uruguay tenían excedentes presupuestales<sup>5</sup>. El perfil de edades de la población de Argentina y Uruguay es comparable a los países europeos y el crecimiento de la población es bajo. Con el aumento de las tasas de dependencia por

---

<sup>5</sup> Ofelia Mila Belistri. "Análisis del sistema de pensiones uruguayo", *Comercio Exterior*, Septiembre de 1996, p. 710.

edades y una baja proporción entre los contribuyentes y afiliados, ambos países enfrentaron déficit crecientes en su sistema de pensiones. En Uruguay en 1995 casi el 15% del PIB se utilizaba para cubrir los costos del sistema de pensiones<sup>6</sup>. En ambos países el poder político de sindicatos y pensionistas favorecían la defensa del sistema de reparto. La reforma jubilatoria Argentina fue más profunda que la reforma uruguaya. Argentina estableció un verdadero sistema de pilares donde todos los trabajadores deben contribuir a un pilar de contribuciones definidas manejados privadamente o a un sistema público bajo el esquema de beneficio definido<sup>7</sup>. Mientras que en Uruguay se exige sólo a los trabajadores con altos ingresos que contribuyan al pilar privado, puesto que el rango está fijo en un nivel relativamente alto, se asocian sólo pocos trabajadores obligatoriamente.

En la mayoría de los países la relación entre los beneficios y las contribuciones antes de la reforma era insostenible. Los beneficios se incrementaron, mientras que la edad de retiro bajaba. Las reservas de los sistemas de pensiones se utilizaron para mitigar los problemas de salud y de pobreza. Aunado a esto durante la década de los años ochenta en América latina no creció el producto y se estanco la economía. Además las reservas perdieron poder adquisitivo por los problemas inflacionarios.

Para finales de los años ochenta, la mayoría de los países de Latinoamérica tenían problemas serios para poder cubrir el pago de las pensiones. Para países como Argentina, Uruguay y México la reforma era una necesidad imperiosa. La tasa de dependencia, es decir, la relación entre cotizantes y jubilados comenzó a disminuir rápidamente. Además con el desempleo y la informatización de la fuerza de trabajo no permiten esperar que se incremente el número de trabajadores en el sector formal. Adicionalmente las medidas de saneamiento financiero llevadas a cabo por gobiernos, llevaron a que también en el sector público no aumentara la tasa de empleo.

---

<sup>6</sup> *Ibid.*, p. 712.

<sup>7</sup> Rubén M. Lo Vuolo. "Reformas previsionales en América Latina: el caso argentino", *Comercio Exterior*, septiembre de 1996, p. 692.

**CUADRO 2. PRINCIPALES ASPECTOS DE LA SEGURIDAD SOCIAL EN AMÉRICA LATINA**

País	Inicio de la reforma	Población total (año 2005)	Población pensionada (millones)
Argentina	julio de 1994	38,226,050	9.76
Bolivia	mayo de 1997	8,986,396	4.38
Chile	mayo de 1981	45,300,000	7.31
Colombia	abril de 1994	4,061,474	4.75
Costa Rica	Enero de 2000	15,956,000	5.74
El Salvador	abril de 1998	6,657,687	4.98
México	julio de 1997	103,795,200	5.1
Perú	junio de 1993	27,546,700	4.81
Republica Dominicana	junio de 2003	8,861,412	ND
Uruguay	marzo de 1996	3,399,400	12.62

Fuente: Elaboración propia con información del FIAP varios años.

En los años ochenta Argentina, Uruguay y México llevaron a cabo medidas para revertir la situación del sistema de pensiones, sin embargo estas medidas no lograron sus objetivos. Por ejemplo en México, se aumentaron las pensiones obligatorias hasta el nivel del salario mínimo vigente en el país, esta medida que permitió reponer los ingresos de las pensiones y aliviar los problemas de pobreza, ocasionó una pérdida mayor de reservas y un incremento en los gastos gubernamentales.

En Argentina el déficit pensional, el valor presente de las pensiones menos los ingresos era cercano al 1.5% del producto interno bruto de 1980. Para mediados de los años ochenta el gobierno tenía que hacer transferencias directas a las pensiones. Mientras que en Uruguay el gasto en pensiones llegó al 15% del PIB de 1996. La deuda implícita (es decir el valor presente de las pensiones) alcanzó el valor de 200% del PIB. En México, al momento de la reforma el país enfrentaba una severa crisis económica, lo que le imposibilitaba cubrir los faltantes de la seguridad social.

En cambio en países como Colombia y Perú no tenían problemas de colapso financiero, la reforma se llevó a cabo como parte de las reformas estructurales de la economía.

Cada una de estas reformas tuvo características específicas: en Perú el sistema de administradoras privadas de fondos de jubilaciones y pensiones compite con el antiguo sistema de reparto; en Argentina, Costa Rica y Uruguay el sistema de capitalización individual se complementa con sistemas públicos de reparto, dando lugar a sistemas previsionales integrados. En Bolivia y El Salvador, al igual que en Chile, los sistemas reformados de capitalización reemplazarán en el largo plazo a los antiguos sistema de reparto. Por último, la República Dominicana incorpora la capitalización individual al estilo chileno.

CUADRO 3. SISTEMAS REFORMADOS EN AMÉRICA LATINA

País	Sistema de pensiones		Pensión mínima garantizada	Contribución como porcentaje del salario
	Reparto	Capitalizado		
Argentina	Continua	Voluntario	Sí	7.5
Bolivia	Cancelado	Obligatorio	Sí	10
Chile	Cancelado	Obligatorio	Sí	10
Colombia	Continua	Voluntario	No	10
Costa Rica	Continua	Voluntario	No	10
El Salvador	Continua	Voluntario	No	10
México	Cancelado	Obligatorio	Sí	8.5
Perú	Continua	Voluntario	No	8
Rep. Dominicana.	Cancelado	Obligatorio	No	8
Uruguay	Continua	Voluntario	Sí	7.5

Fuente: Elaboración propia con información del FIAP.

Uruguay no tiene ninguna compensación explícita para los derechos adquiridos pero continúa pagando todas las prestaciones y beneficios del sistema anterior a través del pilar público. Los sistemas públicos continúan proporcionando el volumen de beneficios de pensiones. Perú y Colombia tenían sistemas de pensiones relativamente jóvenes e inmaduros, sus sistemas estaban basados en el principio de seguro social; en estos países las reservas se estaban acabando debido a los generosos beneficios y la gran evasión. La presión financiera, no la ocasionó el envejecimiento de la población cotizante. Más bien, ocurrió algo similar al caso mexicano, ya que la seguridad social cubría sólo a una parte pequeña de la población económicamente activa y como resultado de la inflación, los fondos ahorrados fueron perdiendo valor hasta llegar a

ocasionar serios problemas de estabilidad financiera. Perú y Colombia establecieron nuevos sistemas de pensiones con cuentas individuales manejadas por el sector privado. La magnitud de estas reformas, sin embargo, refleja las dificultades políticas de paso una reforma jubilatoria radical, debido a la resistencia de sindicatos los nuevos esquemas sólo se ofrecen como una alternativa al esquema de la pensión público existente y no existe ninguna obligación para los nuevos trabajadores para que se incorporen al sistema privado.

Sólo Bolivia escogió combinar reforma jubilatoria con la privatización y la capitalización del Estado. El sistema anterior de reparto estaba cerrado y todos los afiliados se transfirieron automáticamente a un sistema privado manejado con cuentas individuales. Al mismo tiempo, se creó una pensión universal llamada Bonosol<sup>8</sup> que cubre a toda la población que alcanza los 65 años, la pensión universal se financia con un fondo creado por el gobierno. Este fondo se constituyó durante el proceso de la privatización, el gobierno utilizó la mitad de los ingresos provenientes de la venta de las empresas públicas para capitalizar el fondo colectivo. Sin embargo, el costo fiscal de este programa ha aumentado lo que ha llevado a utilizar recursos incluso de las dos Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) existentes.

Los países latinoamericanos que han reformado sus sistemas han escogido formas diferentes para financiar la transición a los sistemas privados. Las estimaciones de la deuda actuarial de los sistemas de pensiones de reparto fueron entre más del doble del PIB en Uruguay, alrededor de 90% en Colombia, y alrededor de 30% de México. En Chile, el gobierno emitió bonos de reconocimiento a cada trabajador que se cambiará al nuevo sistema de pensiones, los bonos de reconocimiento se hacen validos al momento de la jubilización del trabajador. En el caso de México, como se verá más adelante se estableció tanto una pensión mínima garantizada como un depósito bimestral por parte del gobierno consistente en una cuota social. El mismo concepto se usó en Colombia y Perú. Argentina escogió utilizar un pago de pensiones compensatorio como una forma de reconocer las contribuciones que se hicieron en el pasado al sistema de reparto. Sin embargo, estos compromisos están

---

<sup>8</sup> Willmore Larry. "Non-contributory pensions Bolivia and Antigua in an international context" *Serie Financiamiento del desarrollo*, No. 167, CEPAL, 2006, pág. 25.

causando problemas en las finanzas del gobierno Argentino. Bolivia decidió ofrecer una pensión compensatoria a los trabajadores que estaban en el sistema antiguo.

La evaluación de los costos fiscales, de cada país de la región, es difícil, debido a que las reformas no se ha realizado con el debido cuidado. Por este motivo los efectos positivos que se espera del cambio de un sistema de reparto por uno de cuentas individualizadas todavía no son concluyentes. En Colombia, por ejemplo, las proyecciones del costo son complicadas por el hecho que los afiliados pueden cambiar entre el nuevo y el viejo sistema. En Argentina los compromisos adquiridos por el gobierno han llevado a que en la crisis de pagos, se incluyan los fondos de pensiones<sup>9</sup>. En el caso de Bolivia podría ocurrir un cambio a la administración pública.

La progresión hacia la capitalización individual de la seguridad social ha llevado en general a sistemas no solidarios, debido al carácter individual del ahorro previsional, aunque en otros el funcionamiento integrado de los regímenes capitalizados con mecanismos como las pensiones mínimas o básicas equilibran este proceso. Justamente, una de las características de los nuevos sistemas es que se ha tendido a separar en forma clara los componentes contributivos de los redistributivos, por lo que, en los casos en que los componentes redistributivos no están adecuadamente implementados, el acceso y la calidad de los beneficios tanto de vejez como de invalidez y sobrevivencia pasan a depender en gran medida de la historia laboral del trabajador. Una excepción a esta tendencia es la reforma colombiana, que integra ciertos componentes redistributivos en el sistema de pensiones, entre otras cosas, para el financiamiento de las pensiones mínimas. Otro de los elementos comunes a los sistemas de pensiones y jubilaciones de los países de América Latina es que, salvo excepciones, están enfocados básicamente hacia los trabajadores dependientes del sector formal. En Argentina y Uruguay, si bien se incluye en la cobertura obligatoria a los trabajadores independientes o autónomos, las tasas de cumplimiento de estos grupos de trabajadores son limitadas, sobre todo en Argentina. En general, la baja protección de los trabajadores independientes o autónomos es un pro-

<sup>9</sup> La crisis política y económica en Argentina muestra los efectos que pueden tener las crisis económicas en los sistemas de pensiones respaldados por el ahorro del sector público.

blema no abordado por las reformas previsionales de los años ochenta y noventa. De este modo, dada la alta incidencia de la informalidad en el empleo y la escasa capacidad de pago de los trabajadores independientes, una parte importante de la población queda fuera del sistema contributivo, por lo que no llegará a tener autosuficiencia en los ingresos, a menos que cuente con recursos propios suficientes.

En los países analizados la afiliación en los nuevos sistemas es obligatoria para los nuevos trabajadores, sin embargo es difícil estimar la tasa de afiliación y así como los volúmenes de la contribución porque las crisis recurrentes detienen la contratación de trabajadores permanentes. En Argentina, los costos futuros son también inciertos, desde que el gobierno pasó una ley de la emergencia en la que se compromete a pagar de acuerdo con el superávit de finanzas públicas.

Gracias a la experiencia acumulada en Chile se tienen fenómenos nuevos. Así puede afirmarse que con la creación de cuentas individuales surge una diferencia entre los afiliados y los contribuyentes, porque una vez que se abren las cuentas individuales el número de trabajadores con cuenta o registrados puede diferir de aquellos que realmente cotizan al sistema. Así en Chile en promedio solo la mitad de los registrados en la seguridad social realmente contribuyen de forma continua.

Por otra parte, aunque la experiencia de reforma en Latinoamérica ha mostrado que el cambio a un sistema capitalizado permite revertir los problemas de sustentación financiera de los antiguos sistemas de pensiones. Siguen pendientes, la cuestión de la baja cobertura. El riesgo de pobreza en la vejez aumenta por el hecho de que la mayoría de las pensiones cubren solamente una fracción de los salarios mínimos. Las ayudas a la población abierta son de alcance limitado y dependen del ambiente político.

### **Aspectos financieros de las pensiones en Latinoamérica**

Una razón importante para la reforma a las pensiones en Latinoamérica han sido los beneficios esperados en los mercados financieros. Además, el desarrollo de los mercados financieros reduce la vulnerabilidad de la economía a los flujos de capitales externos.

Al principio, la mayoría de los activos son invertidos en valores esencialmente libres de riesgo, como es el caso actual de Uruguay. Como se espera que estos fondos provean o complementen las pensiones que eran otorgadas anteriormente por el Estado, las regulaciones tienden a colocar límites estrictos en las inversiones permitidas. Los fondos de pensiones de Latinoamérica han contribuido al desarrollo de los mercados e instituciones financieras, y han servido de sustento de los mercados de deuda externa, especialmente en los casos en que los mercados regionales sufrían presiones provenientes de inversores extranjeros. Además, han propiciado cambios en el sector financiero de los países ya que introducen las cuentas individuales.

El primer cambio tiene que ver con la aparición de un nuevo mercado: el de fondos de ahorro pensional, caracterizado por el desarrollo de una industria privada de administración de fondos de pensiones que impacta en el desarrollo del sistema financiero (mercado de dinero, capitales y seguros). La mayoría de las reformas de las pensiones han traído aparejadas estrictas regulaciones encaminadas a proteger las futuras prestaciones de jubilación de los trabajadores. Estas regulaciones han incluido, entre otros, aspectos correspondientes a la estructura de la industria, la asignación de activos y los resultados de las inversiones.

Una característica de la reforma de las pensiones en los países latinoamericanos ha sido la concentración de las carteras en bonos nacionales. La mayoría de las veces esto ha sido un resultado deliberado de los límites regulatorios impuestos al sector, impulsados por el deseo de salvaguardar a los participantes en los regímenes frente a una amplia gama de riesgos del mercado de capital, así como el de minimizar los costos fiscales de la transición hacia un sistema totalmente capitalizado.

El efecto positivo del crecimiento de los activos administrados por los fondos de pensiones se ha producido principalmente en el mercado de bonos. Los fondos de pensiones son tenedores relativamente importantes de bonos del Estado y de las empresas, mientras que su participación en los mercados accionarios es mínima en muchos casos.

Los países que han reformado sus regímenes previsionales mantienen una gran proporción de sus carteras en bonos del Estado, exceptuando a la República Dominicana que no tiene. En Chile el 13% se

mantiene en bonos del gobierno y en Perú, los fondos de pensiones mantenían alrededor del 19% de su cartera en bonos del Estado. Mientras que Uruguay y el Salvador mantienen una alta proporción en bonos gubernamentales.

En Uruguay las Administradoras de Fondo de Pensiones (AFPs) pueden invertir los fondos de pensiones en un número muy reducido de instrumentos, además de que están limitados por porcentajes que pueden tener de cada instrumento financiero de acuerdo con las reglas del Banco Central de Uruguay. La inversión en bonos del gobierno está limitada al 60%, mientras que en el caso de títulos de deuda de empresas privadas puede llegar hasta el 70% y de los bancos privados puede ser del 7% del total del fondo.

No existe autorización para invertir en el exterior en Uruguay, lo mismo que en República Dominicana y en El Salvador, sin embargo la colocación de títulos denominados en moneda extranjera y garantizados por bancos centrales, empresas y entidades bancarias extranjeras o internacionales se consideran nacionales por estar sujetas a las leyes del país receptor.

CUADRO 4. FONDOS DE PENSIONES 2006 (MILLONES DE DÓLARES)

Países	Sector estatal	Sector empresas	Sector financiero	Sector extranjero	Total	Fondo/PIB
Argentina	15,964.6	4,164.5	5,944.2	2,828.6	28,901.9	15.9 %
Bolivia	1,718.4	220.3	255.5	61.9	2,256.1	24.6 %
Colombia	9,099.1	3,779.1	3,419.0	2,733.9	19,031.1	15.8 %
Costa rica	681.4	22.4	233.9	123.5	1,061.2	5.3 %
Chile	11,598.0	24,256.0	24,047.0	28,638.0	88,539.0	76.9 %
El Salvador (1)	2,623.0	9.2	520.5	183.9	3,336.5	20.4 %
México	50,008.3	11,297.3	999.1	4,080.6	66,385.2	8.1 %
Perú	2,743.0	6,313.3	4,035.9	1,297.3	14,389.5	18.2 %
Rep. Dominicana (2)	0.0	12.7	646.7	0.0	659.3	2.2 %
Uruguay (2)	2,255.4	100.6	208.0	0.0	2,564.1	15.5 %

(1) El Salvador no está autorizado para invertir en el exterior; el porcentaje señalado en el cuadro obedece al cumplimiento de normas que regulan la clasificación de instrumentos en el país.

(2) Rep. Dominicana y Uruguay no cuentan con autorización para invertir en el exterior. Fuente: FIAP, datos estadísticos 2007 y Banco Mundial 2006.

La asignación relativamente elevada de la cartera a bonos públicos es el resultado natural de las primeras etapas de una reforma de las pensiones, pero crea una concentración no deseable del riesgo en deuda soberana. Esta asignación relativamente elevada en bonos públicos se justificaría por tres razones.

En primer lugar, una mayor emisión de bonos públicos facilitaría la transición a un sistema de capitalización y atenuaría el problema de que la generación de transición tendría que pagar dos veces, es decir, pagar las contribuciones al régimen de reparto para financiar las prestaciones de los que ya se hayan jubilado y ahorrar al mismo tiempo para su propia jubilación futura. Segundo, en las etapas iniciales de la reforma, los administradores de los fondos de pensiones no tienen mucha experiencia en la gestión de riesgos y deben realizar un proceso de aprendizaje que comenzaría con los bonos públicos de menor riesgo. Además, la mayoría de los países establece normas y reglamentos en las primeras etapas que son muy cautelosas con el ahorro de los trabajadores, por este motivo la totalidad de los recursos deben invertirse en títulos gubernamentales.

Tercero, los mercados de bonos corporativos están poco desarrollados y es conveniente que el gobierno tome la iniciativa y establezca una curva de rendimientos que contribuya a determinar el precio de los bonos del sector empresarial, así como a la aceptación y uso de bonos indexados.

Los fondos de pensiones han acumulado una suma considerable de recursos financieros. Chile tiene los fondos de pensiones más grandes en relación con el tamaño de su economía. La larga trayectoria del sistema de pensiones chileno ilustra la evolución posible de los fondos que a medida que maduran tienden hacia carteras más riesgosas, dentro de los límites establecidos por las regulaciones. Además el caso chileno muestra el posible camino que seguirán países como Perú o México. Por ejemplo, el sistema de fondos de inversión establecido en Chile en el año 2002, fue implementado dos años después en México. El principal cambio consiste en que ahora se crean diversos fondos de inversión cada uno con diferente grado de riesgo. De tal manera que en caso de Chile los trabajadores de mayor edad y que están próximos a jubilarse

tienen su ahorro en fondos con baja o nulo riesgo. Mientras que los más jóvenes pueden beneficiarse de inversiones más riesgosas, ya que en última instancia un mayor rendimiento asegura una mayor acumulación de recursos para el retiro.

No así países como Uruguay que siguen presentando una alta concentración el sector Estatal. Como puede observarse en el Cuadro 4 no existe una estructura común en los diferentes países. En este sentido puede afirmarse que el desarrollo de los mercados financiero requiere de los fondos de pensiones, pero también es cierto que los fondos de pensiones se desarrollan en los países donde existen mercados financieros maduros.

Hay que destacar que los activos administrados por los fondos de pensiones privados de la región han aumentado de alrededor del 7% del PIB en 1996 a casi el 12% del PIB en 2006. En el caso de los activos administrados en Chile tras veinticinco años de operación del sistema capitalizado, mientras que los demás países apenas están en las primeras etapas de acumulación de activos con la excepción de México, que introdujo el sistema en 1997 y posee un porcentaje superior al 8.1% del PIB. Hay que señalar que los fondos de pensiones han tenido un impacto importante en los mercados accionarios de Chile.

El crecimiento de los activos administrados por la industria de fondos de pensiones ha traído aparejadas varias innovaciones y mejoras en otros mercados e instituciones financieras. En los casos de Chile, Argentina y Perú, la reforma previsional contribuyó significativamente a la acumulación, generó un marco regulatorio y jurídico mejorado, mayor profesionalismo en los procesos de toma de decisiones en materia de inversión.

El crecimiento de los activos administrados por fondos privados de pensiones ha contribuido no sólo al desarrollo del mercado valores, sino que también ha tenido importantes repercusiones sobre los mercados de deuda externa soberana y por ende en los flujos de capital. Los fondos de pensiones y sus directrices de inversión se han convertido en consideraciones esenciales para los inversores en los mercados de deuda externa. El desarrollo de una base local de inversores en la deuda

externa soberana reduce la volatilidad de los precios y por ende el riesgo de mercado para los inversores extranjeros, pero podría incrementar el riesgo de incumplimiento si contribuye a que los niveles globales de deuda se hagan insostenibles.

CUADRO 5. LÍMITES Y ASIGNACIONES DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA (DICIEMBRE DE 2005)

País	Inversión extranjera 1/		Inversión en moneda extranjera Actual
	Máximo	Actual	
Argentina	20	8.9	20.8
Bolivia	10	2.5	66.8
Chile	30	30.2	30.6
Colombia	20	10.4	14.4
El Salvador	0	0	0
México	20	1.5	1.1
Perú	12	10.1	46.7
Uruguay	0		45.2

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS).  
1/ Por emisión nacional

A pesar de la corta historia de algunos de los sistemas reformados, la hipótesis que los activos administrados por los fondos de pensiones ofrecen estabilidad a los mercados de deuda externa parece tener respaldo empírico. La influencia favorable de los fondos de pensiones aumenta a corto plazo. En Chile, por ejemplo, recientemente se autorizó a los fondos de pensiones a invertir en bonos soberanos denominados en moneda extranjera y es posible que pronto se les permita adquirir bonos de empresas denominados en dólares de Estados Unidos de América (EUA) lo que apuntalaría a ambos tipos de activos. Si bien, en general, los inversores extranjeros se benefician con el aumento de la liquidez que ofrecen los fondos de pensiones, a ciertos niveles excesivos de deuda la reducción del riesgo de mercado probablemente resulte menor que el aumento del riesgo de incumplimiento.

El crecimiento de los activos administrados por los fondos de pensiones tiene repercusiones favorables para el desarrollo cuantitativo y cualitativo de los mercados de capital. El hecho de que la mayoría de los

sistemas apenas estén en sus etapas iniciales de desarrollo parece indicar que es razonable suponer la influencia positiva de los fondos de pensiones. No obstante, las graves crisis económicas y financieras ocurridas en los últimos años en la región han incrementado el número de desafíos que confrontan la industria de fondos de pensiones y los mercados de valores. El crecimiento de los activos administrados por los fondos de pensiones probablemente se acelerará en los años venideros y esto destaca la importancia de modificar las regulaciones que rigen a los fondos de pensiones.

Una de las preguntas fundamentales que queda por resolver es si los mercados podrían responder al aumento de la demanda de los fondos de pensiones con un volumen suficiente de nuevos títulos. La evidencia indica que el ritmo de crecimiento de la demanda de títulos por parte de la industria de fondos de pensiones ha superado al aumento del valor de los títulos emitidos; y la aceleración del crecimiento de los activos administrados en el próximo decenio podría hacer aún más notable el desequilibrio entre la oferta y la demanda de valores. No obstante, la profundidad de las reformas y la evolución demográfica, junto con los resultados espectaculares de la economía chilena en los dos últimos decenios, podría no repetirse en otros sistemas.

La creciente disparidad entre la demanda y la oferta de títulos en los mercados financieros, junto con las restricciones en las políticas de inversión de los fondos de pensiones, podría generar importantes distorsiones en los valores de los activos y causar una concentración de exposiciones a riesgos. Para proteger a los participantes de los fondos de pensiones contra una serie de riesgos del mercado de capital, la mayoría de los países aplican estrictas restricciones para la cartera, sobre todo en lo que se refiere a las acciones y las inversiones internacionales. Además, la mayoría de los países también ha adoptado estrictas restricciones para el porcentaje de capital de una empresa, o de los bonos de la misma, que puede poseer un fondo de pensiones. Por ejemplo, en Argentina, los fondos no pueden poseer más del 5% del capital de una empresa y el 5% de sus bonos. Cuando las bolsas de valores locales son pequeñas (como es el caso particular de la mayoría de los países latinoamericanos), con un número limitado de empresas que reúnen los requisitos para participar en ellas, los fondos que crezcan de manera ace-

lerada van a alcanzar rápidamente estos límites, reduciendo sus posibilidades de diversificación.

En un sentido más general, las limitaciones para la diversificación de la cartera se traducen en un riesgo de mercado sistemático: sólo pueden obtenerse mayores rentabilidades mediante el aumento del riesgo relativo. La concentración eleva la capacidad de los fondos para influir sobre los precios de los activos y esto, a su vez, podría distorsionar la asignación de los activos y amplificar la volatilidad de los precios.

Un solo fondo puede hacer que los precios varíen. Esto también suele traducirse en restricciones de liquidez para los fondos, ya que no pueden vender activos sin crear presiones bajistas sobre los precios. Por ejemplo, cuando el régimen de inversión chileno se liberalizó parcialmente en 1985, a los fondos de pensiones les resultó difícil cerrar sus posiciones de renta fija y las asignaciones de activos se modificaron, pero muy lentamente, ante la liberalización. Del mismo modo, en el caso de Perú, los bonos Brady pagan unos márgenes mucho más elevados que los bonos de empresas locales, en vista de que los fondos de pensiones no pueden invertir más del 5% de su cartera en bonos Brady frente al 40% en el caso de los bonos de empresas.

La disparidad entre el crecimiento de los activos administrados y los títulos-valores disponibles, así como de los riesgos conexos, plantea un dilema de política: si se deben mejorar las regulaciones del mercado de capital para acelerar su desarrollo, o si deben liberalizarse las restricciones para la cartera de los fondos. La acumulación de fondos vino acompañada del crecimiento de los bonos hipotecarios y otros títulos respaldados por activos, así como de la creación de fondos mutuos de inversión; incluso la industria de seguros ha crecido rápidamente en los últimos años en América Latina, en gran parte como resultado del crecimiento de los fondos de pensiones.

La expansión de seguros se ha concentrado en gran medida en el sector de los seguros de vida, con un acusado aumento de la venta de rentas vitalicias. Cuando los pensionados se jubilan, retiran sus aportes acumulados más las ganancias y tienen la opción de comprar rentas vitalicias. El crecimiento de los mercados de rentas vitalicias no se ha res-

tringido a los sistemas privatizados; en Singapur se ha registrado un acelerado crecimiento en los últimos años, a raíz de la reforma de las reglas que rigen los retiros del Fondo de Previsión Central, de un régimen de aportes definidos administrado por el Estado.

Los fondos de pensiones y las compañías de seguros han facilitado la introducción de importantes innovaciones en la negociación de títulos, así como en otras industrias auxiliares como la de calificación de riesgos. Por ejemplo Acuña e Iglesias<sup>10</sup> observan que tanto la adopción del sistema electrónico de negociación en la Bolsa de Santiago en 1987 como la creación de un sistema electrónico centralizado de custodia de valores en 1995, se originaron a raíz de las crecientes necesidades de los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Además, surgió una industria privada de calificación del riesgo para satisfacer las necesidades de calificación de los valores adquiridos por los fondos de pensiones.

La integración de la administración de la banca, los seguros y los fondos de pensiones es el modelo básico para la evolución de la industria financiera en América Latina. En la mayoría de los países de la región, con la salvedad de Chile, los bancos pueden distribuir libremente planes de seguros, y también se consideran un canal natural para la venta de servicios de gestión de activos, incluidos los fondos de pensiones.

Dentro de la creación de la política, en América Latina, surgen dos consideraciones importantes a tomar en cuenta, la primera tiene que ver con eliminar o no los reglamentos concernientes a los límites de cartera y adoptar las normas prudenciales que se generan en un sistema de autorregulación o proceder a la liberalización gradual de algunas de las reglas más estrictas, la segunda consideración se relaciona con la importancia que debe de asignarse al desarrollo de los mercados de valores al elaborar las normas que regulan los fondos.

Las restricciones tienen importantes efectos sobre la asignación de activos de los fondos y por ende sobre el desarrollo de los mercados locales de valores.

---

<sup>10</sup> Acuña e Iglesias. *Chile's Pension Reform After 20 Years*, Social Protection Discussion Paper. Washington D.C., World Bank, 2001, pag. 42.

Si bien las restricciones para la estructura de la industria y los resultados relativos parecen ser relativamente estrictas, es más difícil sacar conclusiones generales con respecto a la rigidez de las restricciones de cartera. Una comparación entre las restricciones de cartera en los mercados maduros y emergentes revela que existen grandes diferencias de un país a otro. En algunos países desarrollados, sobre todo en los anglosajones, los fondos de pensiones están obligados a seguir normas características de un inversionista prudente, por ejemplo en Alemania y Japón se fija un tope para las tenencias de acciones y un tope similar para las inversiones en el exterior. La serie de crisis ocurridas en los países latinoamericanos desde 1982 junto con los cambios estructurales sufridos por los mercados bursátiles mundiales, ha recordado de manera inexorable los riesgos que suponen las inversiones en acciones.

A pesar de estos recientes argumentos de que no debería mantenerse una gran proporción de las carteras de los fondos de pensiones en acciones y de que los resultados recientes de las acciones han sido lamentables en todo el mundo, los principios de diversificación sugieren que en las carteras de los fondos de pensiones locales sin duda deberían incluirse acciones locales. Los inversores con un horizonte relativamente largo, como los que acaban de incorporarse a la población activa, podrían beneficiarse de la configuración de rendimiento-riesgo de las acciones, donde el riesgo se calcula en relación con la cartera existente.

Además, es probable que el actual mercado bajista cambie a mediano plazo y, si bien es muy difícil determinar la evolución a largo plazo de los mercados, los países latinoamericanos más importantes probablemente seguirán siendo una fuente viable de operaciones para los inversores y de financiamiento para las empresas.

En general, las normas de cartera que regulan las tenencias de acciones en la mayoría de los países que han reformado las pensiones no parecen ser muy restrictivas, salvo en el caso México, y al parecer no ha sido desacertada la decisión de mantener las actuales asignaciones bajas para las acciones. De cara al futuro, podría existir margen para liberalizar aún más las restricciones con respecto a las acciones, desempeñando una función más importante las asignaciones correspondientes a acciones extranjeras o fondos mutuos de inversión. México aprobó

las leyes que autorizan la inversión en acciones, pero el organismo regulatorio aún no ha aprobado la aplicación de las nuevas normas de cartera.

Algunos de los países que han reformado las pensiones han incrementado los límites para los activos externos y lo ocurrido en Chile es un buen ejemplo de ello. Apenas una década después de la creación de los fondos de pensiones privados se autorizó que invirtieran en activos externos, hasta el 3% de su cartera. El límite se incrementó posteriormente hasta el 9% en 1995, el 12% en 1997, el 20% en 2001 y desde junio de 2002 se sitúa en el 30%. Los fondos de pensiones no diversificaron considerablemente sus carteras hacia el exterior hasta la segunda mitad de la década de los noventa, debido a los altos rendimientos de los activos internos. Sin embargo, dos años después de que se registraran fuertes rendimientos negativos en los mercados bursátiles nacionales, en 1997 se inició una sólida reasignación hacia activos externos y actualmente los fondos mantienen alrededor del 16% de sus activos en el exterior. Al mismo tiempo, se ha producido una reactivación de los rendimientos anuales de los fondos, debido en parte a la depreciación de la moneda nacional.

Las regulaciones chilenas son excesivamente estrictas y sugieren que otros países que lleven a cabo reformas de pensiones podrían utilizar un enfoque ligeramente menos gradual para autorizar las inversiones externas. A fin de evaluar esta recomendación, hemos realizado un ejercicio sencillo basado en la experiencia chilena, pero permitiendo la inversión de una mayor proporción en activos externos a partir de 1993.

No obstante, como se señaló anteriormente, es posible que la oferta de valores nacionales no logre crecer con la misma rapidez con que lo hacen los fondos administrados. Además, cuando el mercado local alcanza cierto grado de desarrollo, los fondos que se enviaron al extranjero podrían regresar si mejora la configuración rendimiento-riesgo del mercado nacional, como lo demuestra el auge reciente de los mercados chilenos de bonos empresariales.

Es difícil determinar el riesgo cambiario, pero es importante señalar que este riesgo también está presente en una cartera puramente nacional

porque hay empresas que compiten en los mercados mundiales. Además, las crisis de los países latinoamericanos se han relacionado con las fuertes caídas de las cotizaciones de las acciones locales y el valor de las monedas: por consiguiente, una gran proporción de activos internos podría afectar a los rendimientos de los fondos de pensiones locales.

Dos consideraciones finales con respecto a la mayor asignación en activos externos. Primero, una consideración macroeconómica. La liberalización de los límites a las asignaciones en activos externos podría dar lugar a salidas de capital y a una depreciación de la moneda. De hecho, la liberalización de las inversiones en el extranjero contribuyó a una depreciación considerable del peso chileno. Segundo, la asignación de fondos a activos externos impide en cierta medida que el mercado local pueda beneficiarse de una fuente importante de demanda. No obstante, como se señaló anteriormente, es posible que la oferta de valores nacionales no logre crecer con la misma rapidez con que lo hacen los fondos administrados. Además, cuando el mercado local alcanza cierto grado de desarrollo, los fondos que se enviaron al extranjero podrían regresar si mejora la configuración rendimiento-riesgo del mercado nacional, como lo demuestra el auge reciente de los mercados chilenos de bonos empresariales.

Los derivados financieros son instrumentos eficientes para la gestión del riesgo y podrían utilizarse con fines de cobertura de riesgos o mejoramiento de los rendimientos. En una encuesta, realizada en 1995, de 200 fondos de pensiones de mercados maduros, más del 30% utilizaban alguna modalidad de derivados (incluidos futuros sobre índices de acciones, opciones y swaps), y es probable que esta proporción se haya incrementado desde entonces.

El uso de los derivados debe complementarse con una gestión adecuada del riesgo dentro de la institución y regulaciones apropiadas que apliquen los organismos de supervisión, sobre todo en los países latinoamericanos. Algunos de los países que han efectuado reformas de las pensiones han permitido un uso limitado de los derivados y estos instrumentos podrían desempeñar un papel más importante a medida que maduren los fondos y estos incluyan una gama más variada de instrumentos de inversión.

## CUADRO 6. RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES

País / Año	2003	2004	2005
Argentina	11.10%	4.33%	4.62%
Bolivia	7.16%	5.14%	3.96%
Colombia	9.37%	10.40%	13.23%
Costa rica	10.80%	2.82%	4.71%
Chile	11.90%	9.10%	5.70%
El Salvador	4.75%	2.28%	1.46%
México	6.24%	1.57%	7.76%
Perú	21.24%	5.58%	18.43%
Uruguay	31.83%	3.58%	0.12%

Fuente: FIAP, datos estadísticos 2007 y Banco Mundial 2006.

Los fondos de pensiones chilenos han participado activamente en los mercados de derivados financieros sobre tasas de interés y tipos de cambio, de tal suerte que en el caso de México también se han autorizado la inversión los mercados de derivados. Los instrumentos derivados pueden utilizarse con fines de cobertura de riesgos. Un aspecto interesante de la participación de los fondos de pensiones chilenos en los mercados de derivados sobre tipos de cambio es el hecho de que, a medida que convertían una proporción mayor de sus carteras en activos externos, se transformaron en una fuente importante de oferta de cobertura de riesgo cambiario para las empresas financiadas mediante endeudamiento externo. El crecimiento de los fondos de pensión y de otros inversionistas institucionales puede aumentar los mercados de capitales. Sin embargo, muchos fondos de pensiones invierten enormes cantidades en instrumentos de deuda pública. Las administradoras de fondos de pensiones está empezando a conquistar los sistemas financieros de América Latina y la acumulación de activos ha sido vertiginosa en aquellos países que han reformado sus sistemas.

Como señala Carmelo Mesa-Lago no existe evidencia empírica sólida que respalde un efecto positivo de las reformas sobre el ahorro nacional<sup>11</sup>. En apoyo de esta conclusión, el autor señala que la mayoría de los estudios realizados llegan a conclusiones negativas.

<sup>11</sup> Mesa-Lago. "Evaluación de un cuarto de siglo de reformas estructurales de pensiones en América Latina", *Revista de la CEPAL*, N° 84, Diciembre, 2004, pág. 73.

Mesa-Lago señala que “en un ejercicio econométrico de equilibrio general dedujo el costo fiscal de la reforma (negativo) del ahorro en las pensiones privadas (positivo) y concluyó que el impacto de la reforma en el ahorro nacional había sido negativo en 1981-1988 y que no se podía comprobar un impacto directo positivo en 1989-1996; por ello advirtió a los países de América Latina que no abrigaran esperanzas de que la reforma incrementaría el ahorro nacional”<sup>12</sup>. En Chile la evidencia sugiere que la reforma previsional de 1981 sí aumentó el ahorro interno. Este resultado se debería a que en dicho país, luego de la reforma previsional, se hizo un esfuerzo tributario y de control de gasto que permitió aumentar el ahorro público, y también al positivo impacto de la reforma previsional sobre el crecimiento económico.

Gill, Packard y Yermo señalan que de las simulaciones realizadas para los países de América Latina se puede concluir que tanto la deuda implícita de los sistemas de pensiones como la tasa a la que se acumula la deuda pública total por concepto de pensiones ha caído luego de las reformas y que, en consecuencia, las reformas se han traducido en un mejoramiento de la sustentabilidad fiscal de los sistemas de pensiones<sup>13</sup>.

Mesa-Lago señala que la distribución porcentual de la cartera por instrumentos indica que la mayoría de los países están lejos de alcanzar una diversificación adecuada.

La evidencia de series de tiempo para Chile sugiere que 3.8% de los 12.2% de aumento en la tasa de ahorro nacional desde 1986 pueden ser atribuidos a la reforma de pensiones. En otro estudio<sup>14</sup> de series de tiempo para cinco países que reformaron sus sistemas de pensiones, muestra que las tasas de ahorro nacional aumentaron sólo en Chile, ya que los efectos en los países restantes no fueron significativos.

---

<sup>12</sup> Mesa-Lago, *op cit*, pág. 72.

<sup>13</sup> Gill, Packard, y Yermo, *op cit*, págs. 32 y 33.

<sup>14</sup> Samwick Andrew. “Is Pension Reform Conducive to Higher Saving?”, *Review of Economics and Statistics*, MIT press, 2000, Vol. 82, No. 2, p. 268.

Loayza hizo un estudio con datos panel y series de tiempo para algunos de los países de América Latina<sup>15</sup> utilizando el periodo de 1970-1994, a continuación se muestra una tabla mediante el cual se puede visualizar algunas de las variables que utilizaron para determinar el ahorro interno, así como los signos esperados y los resultados que obtuvieron del estudio econométrico.

Como se podrá observar la mayoría de las variables fueron significativas y con el signo esperado. Por ello, para la estimación del modelo de la presente investigación se retomaran algunos de estos determinantes que ayudaran a reforzar más el trabajo empírico.

La experiencia de Latinoamérica es grande en materia de reforma a las pensiones. La variedad de sistemas implantados muestra que no existe un único modelo. Cada país ha utilizado la experiencia de los anteriores y ha creado sus propias formas. En algunos casos estas formas únicas representan avances. Como es el caso de la pensión mínima garantizada que se utiliza en México o bien la existencia de sistemas públicos y privados.

Es posible destacar que un factor clave de las reformas consiste en la creación de cuentas de capitalización individual, las cuales pueden ser administradas por entidades públicas o privadas. Aunque el modelo chileno se estableció con la administración privada, es importante destacar como en México existe la Afore siglo XXI que le pertenece al Estado. En el caso de Bolivia la administración de las pensiones universales corre a cargo del gobierno.

Al igual que en los países desarrollados, los activos administrados por los fondos de pensiones han crecido a un ritmo acelerado en los países latinoamericanos que han llevado a cabo reformas a los sistemas de pensiones. El crecimiento de estos activos ha tenido efectos favorables en los mercados de capital. A diferencia de los mercados maduros, las ventajas se han concentrado en gran medida en los mercados de bonos, debido en parte a las restricciones regulatorias con respecto a la selección de las carteras de los fondos de pensiones.

---

<sup>15</sup> Loayza, Schmidt-Hebbel, Servén. "What Drives Private Saving Saving around thle World?", *Policy research working paper*, No 2309, World Bank, Washington D.C., 2000, p. 20.

A pesar que desarrollos de la teoría de las carteras asignan una función más importante a los bonos -en particular a los bonos indexados- los argumentos en pro de la diversificación parecen indicar que las acciones deben seguir formando parte de las carteras óptimas. Las grandes diferencias entre países dificultan la formulación de recomendaciones más concretas, pero es probable que estas medidas generales de política se apliquen a varios países que llevan a cabo reformas. No obstante, cabe señalar algunas advertencias importantes.

En primer lugar, como demuestra la experiencia chilena, es conveniente seguir un enfoque gradual para mejorar el régimen regulatorio. Sin embargo, los países que apliquen variantes del modelo chileno podrían beneficiarse de las experiencias anteriores y quizás aplicar un enfoque menos gradual de reforma. No obstante, sería esencial complementar esfuerzos para mejorar las capacidades de supervisión de los organismos regulatorios y dar tiempo a la industria de gestión de activos para comprender los nuevos productos y técnicas de gestión de riesgos. En segundo lugar, la liberalización de los límites a la inversión externa equivale a la liberalización de los controles de los flujos de capital, y habría que estudiar detenidamente las consecuencias macroeconómicas de estas medidas. Por último, y si bien no ha sido un tema que se haya analizado en profundidad en este documento, los costos fiscales de la transición constituyen un riesgo importante para la supervivencia de las reformas las pensiones. Una subestimación de estos costos fiscales podría ser fuente de inestabilidad macroeconómica y reducir las múltiples ventajas, para los mercados de capital y de otra índole, que se derivarían de la reforma de las pensiones.

Los diferentes estudios llevados a cabo para cuantificar el impacto de la reforma a las pensiones en el ahorro agregado muestran un resultado negativo. En este sentido al igual que en el capítulo anterior donde la revisión teórica mostró que no existían bases para que el ahorro agregado aumentara. En la revisión práctica, se mostró que no existe un cambio brusco en el patrón de ahorro nacional. En el caso de Chile y después de más de 25 años de aplicación del modelo varios autores han detectado un efecto positivo, pero esto no como un cambio brusco en la tendencia, sino como un desplazamiento que ha ocurrido de forma lenta. En cambio en todos los países se constata que el ahorro financiero

se ha incrementado gracias a los fondos pensionales, incluso los mercados de capitales se han beneficiado de la disponibilidad de recursos<sup>16</sup>.

CUADRO 7. DETERMINANTES DEL AHORRO NACIONAL EN AMÉRICA LATINA

Categoría de la variable	Variable específica	Signo esperado	Resultados empíricos
Ingreso	Nivel de ingreso: corriente	0 ó +	+
	Transitorio/permanente	+0 ó +	0/0
	Tasa de crecimiento: corriente	+0 ó +	+
		Ambiguo	+
Tasa de retorno	Tasa de interés real	Ambiguo	- 0 +
Profundidad financiera	Stocks de dinero	+	0
Sistema de pensiones	Transferencias de pensiones del sistema anterior	0 ó -	-
	Activos de los sistemas de capitalización individual	0 ó +	+
	Contribuciones a los sistemas de capitalización individual	Ambiguo	0/+
Demografía	Tasa de dependencia de la población	-	- 0

Fuente: Loayza, Schmidt-Hebbel, Servén. "What Drives Private Saving Saving around the World?"

## Conclusiones

Mientras que en el campo académico no es del todo cierto que el cambio a un sistema de pensiones privatizado y basado en cuentas individuales sea lo mejor, en el caso de las políticas económicas no ha sido este el caso. Por ejemplo, mientras que en EUA sigue la discusión política sobre los beneficios de la reforma a las pensiones, en Latinoamérica se ha llegado a privatizar los sistemas de pensiones. Mientras que al inte-

<sup>16</sup> Levine y Zervos. "Stock Market Development and Long-Run Growth", *Policy Research Working Paper*, World Bank, 1996, pag. 4.

rior del Banco Mundial se han cuestionado severamente por Joseph Stiglitz, antiguo director de investigaciones económicas del propio banco y actual premio nobel de economía.

Está claro que las reformas han establecido las cuentas individuales, la contribución definida y la administración privada de los fondos. Los trabajadores reciben una tasa de interés por sus ahorros y la pensión dependerá del total ahorrado.

El proceso de transición de un sistema de reparto a otro de capitalización da origen a una serie de problemas y riesgos particularmente difíciles de solucionar. Como son los problemas de cobertura y los problemas asociados con la carga fiscal. El caso de Bolivia es muestra de esto. A diez años de la reforma a las pensiones los ahorros de los bolivianos se agrupan en dos instituciones financieras y se mantienen concentrados en bonos gubernamentales. No ha aumentado la cobertura y el sistema de pensiones universales crea dificultades enormes a las finanzas públicas. Esto ha llevado a cuestionar seriamente la reforma.

No existe un impacto positivo en el ahorro agregado, salvo en el caso de Chile, el cual se puede explicar porque el sistema lleva 25 años de operación, lo que podría indicar que la reforma no se traduce de inmediato en un cambio en el ahorro agregado, sino que en el largo plazo se ven sus efectos. Pero sí existe un desarrollo del ahorro financiero.

La reforma a las pensiones en Latinoamérica ha permitido el desarrollo de los mercados financieros y ha reducido la vulnerabilidad de la economía a los flujos de capitales externos. A finales del año 2006 los fondos acumulados en la región son cercanos a 230 mil millones de dólares, es decir que participan con el 17% del producto de los diez países que han llevado a cabo la reforma.

### Bibliografía

- Grandolini, Gloria, y Luis Cerda (1998). "The 1997 Pension Reform in Mexico", *Policy Research Working Paper*, no. 1933, World Bank, June.
- Kotlikoff, Laurence J. (1996). "Privatization of Social Security: How It Works and Why It Matters", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no. 5330, October.
- Mitchell, Olivia S. (1996). "Administrative Costs in Public and Private Retirement Systems". *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no. 5734.
- Orszag, Peter R., AND Joseph E. Stiglitz (1999). "Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems", *World Bank Conference on New Ideas about Old-Age Security*, World Bank, Washington, D. C., Septiembre.
- Queisser, Monika (1998). *The Second Generation Pension Reforms in Latin America*, Development Centre Studies, Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris.
- Sales Carlos, Fernando Solís Soberón y A. Villagómez (1998). "Pension System Reform: The Mexican Case" en *Privatizing Social Security*, Martin Feldstein, University of Chicago Press, Chicago.
- United Nations (1998). *Demographic Bulletin*, Santiago, Chile.
- World Bank (1994). *Averting Old Age Crisis*, Oxford University Press, New York.