ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Marcel C., Mario; Tapia T., Waldo

Working Paper

Efectos de la crisis financiera sobre las pensiones en América Latina

IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-152

Provided in Cooperation with:
Inter-American Development Bank (IDB), Washington, DC

Suggested Citation: Marcel C., Mario; Tapia T., Waldo (2010) : Efectos de la crisis financiera sobre las pensiones en América Latina, IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-152, Inter-American Development Bank (IDB), Washington, DC, https://hdl.handle.net/11319/2668

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/115385

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Documento de trabajo del BID # IDB-WP-152

Efectos de la Crisis Financiera sobre las Pensiones en América Latina

Mario Marcel C.
Waldo Tapia T.

Junio 2010

Banco Interamericano de Desarrollo
Sector de Capacidad Institucional y Finanzas
Unidad de Mercados Laborales, Sector Social

Efectos de la Crisis Financiera sobre las Pensiones en América Latina

Mario Marcel C.
Waldo Tapia T.

Sector de Capacidad Institucional y Finanzas
Unidad de Mercados Laborales

Banco Interamericano de Desarrollo

2010

Información de catálogo para publicaciones provista por el
Banco Interamericano de Desarrollo
Biblioteca Felipe Herrera
Marcel Mario.
Efectos de la crisis financiera sobre las pensiones en América Latina / Mario Marcel C., Waldo Tapia T.
p. cm. (IDB working paper series ; 152)
Includes bibliographical references.
1. Pensions—Latin America. 2. Global Financial Crisis, 2008-2009. I. Tapia Troncoso, Waldo Andrés. II. Inter-American Development Bank. Labor Markets Unit. III. Title. IV. Series.

http://www.iadb.org

Los documentos publicados en la serie "Documentos de trabajo" del BID son de la más alta calidad académica y editorial. Todos ellos fueron sometidos a una revisión de pares por expertos reconocidos en su campo, y fueron editados profesionalmente. Los puntos de vista y las opiniones que se presentan en este documento de trabajo son exclusivamente de los autores y no necesariamente reflejan los del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representan.

Este documento puede reproducirse libremente.

Mario Marcel C. (mariomar@iadb.org); Waldo Tapia T. (waldot@iadb.org)

Resumen[1]

Los efectos de la reciente crisis financiera internacional en los fondos de pensiones de América Latina muestran que ésta no sólo ha afectado su rentabilidad sino también la densidad de las cotizaciones como producto del mayor desempleo, informalidad y evasión de aportes a que ha dado lugar la recesión. Aun así, los impactos han sido menos intensos de lo que sugirieron las alarmas iniciales, dado que los actuales regímenes de capitalización individual en la región están en una etapa temprana de maduración, su componente en inversiones de renta variable es limitado, y todavía restan varios años para que se retire la mayor parte de los afiliados, lo cual significa que habrá tiempo suficiente para que se recupere el valor de los fondos. Las enseñanzas de la crisis apuntan a la necesidad de minimizar la exposición de los fondos de pensiones a las fluctuaciones financieras bruscas mediante esquemas de multifondos y otros instrumentos con diversos grados de riesgo, y de educar a los afiliados en materia previsional para que durante las turbulencias no tomen decisiones precipitadas que puedan conducir a pérdidas irreversibles.

Códigos JEL: G01, G11, G18, G23.
Palabras Claves: Sistemas de Pensiones, Crisis financiera, Multifondos, Fondos de Pensiones

[1] **Mario Marcel** es Gerente del Sector de Capacidad Institucional y Finanzas del Banco Interamericano de Desarrollo. Durante 2006 se desempeñó como presidente del Consejo Asesor Presidencial para la Reforma de Pensiones de Chile. **Waldo Tapia** es especialista de la Unidad de Mercados Laborales del Sector Social del Banco Interamericano de Desarrollo.

Contenidos

1. INTRODUCCIÓN 4

2. REGÍMENES DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL EN AMÉRICA LATINA 6

2.1 Fondos de pensiones en América Latina 6
2.2 Fondos administrados por los sistemas de pensiones 8
2.3 Regulación de los fondos de pensiones 10
2.4 Garantías de rentabilidad 13

3. CONSECUENCIAS DE LA CRISIS FINANCIERA PARA LAS PENSIONES DE LOS TRABAJADORES 15

3.1 Impacto de la crisis en los sistemas de capitalización individual sobre los activos y rentabilidad 15
a. Cambio en el valor de los activos 15
b. Efectos de la crisis sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones 19
3.2 Importancia de analizar la rentabilidad en un contexto de largo plazo 28
3.3 Trabajadores expuestos a la crisis 32
3.4 Cambios en los portafolios de inversión de los fondos de pensiones 36
3.5 Efecto sobre los niveles de cobertura y densidad de contribuciones 42
a. Cobertura 42
b. Densidad de contribuciones 46

4. LA NACIONALIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS EN ARGENTINA 52

5. CONCLUSIONES 60

BIBLIOGRAFÍA 64

Siglas y acrónimos

ANSES	Administración Nacional de la Seguridad Social (Argentina)
AFJP	Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina)
AFP	Administradoras de Fondos de Pensiones (Chile)
Afore	Administradoras de Fondos para el Retiro (México)
APS	aporte previsional solidario (Chile)
APVC	ahorro previsional voluntario y colectivo (Chile)
BVL	Bolsa de Valores de Lima (Perú)
Capri	Centros de Atención Previsional Integral (Chile)
CCI	cuenta de capitalización individual (Chile)
FSG	Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público del Régimen de Reparto (Argentina)
IC	índice de cotización (Chile)
IGBLV	Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (Perú)
IMSS	Instituto Mexicano del Seguro Social (México)
IPS	Instituto de Previsión Social (Chile)
IPSA	índice de precio selectivo de acciones (Chile)
PBS	pensión básica solidaria (Chile)
RC	régimen de capitalización (Argentina)
RCA	restricciones cuantitativas a los activos (Chile)
RPP	Régimen Previsional Público (Argentina)
RPP	reglas de persona prudente (Chile)
Siefore	Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (México)
SIJP	Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (Argentina)
SIPA	Sistema Integrado Previsional de Argentina
SPP	Sistema Privado de Pensiones (Perú)
VAR	valor en riesgo (México)

1. Introducción

La crisis financiera que sacudió al mundo durante la segunda mitad de 2008 generó preocupación en un área poco tradicional: las pensiones. Tal preocupación se justifica cuando se tiene en cuenta que millones de trabajadores en todo el mundo tienen sus ahorros depositados en fondos de pensiones que, a su vez, están invertidos en el mercado de capitales, sector éste que fue el centro mismo de la crisis económica. En el caso de América Latina, ésta es la situación de los sistemas de pensiones de 11 países que adoptaron regímenes de capitalización individual desde comienzos de la década de los años ochenta, los cuales actualmente afilian a cerca de 70 millones de trabajadores[2].

El presente trabajo tiene por objeto evaluar los riesgos que genera la actual crisis financiera para los fondos de pensiones e identificar los mecanismos y procesos que pueden mitigar esos riesgos. Sobre el primer aspecto, en este documento se define el riesgo como la posibilidad de que se produzcan efectos materiales concretos y duraderos sobre el valor de las pensiones que obtendrán los afiliados. En cuanto a los mecanismos de mitigación, se considerarán no solamente aquellos que pueden actuar en la presente crisis, sino también en crisis similares que se puedan producir en el futuro.

En lo que se refiere a los riesgos introducidos por la crisis, la principal conclusión del trabajo es que tales riesgos son más extendidos pero posiblemente menos intensos que lo que ha sugerido la información y el debate públicos sobre la materia. La mayor extensión da cuenta del hecho de que la crisis no sólo afecta la rentabilidad de los fondos, sino también la densidad de las cotizaciones de los trabajadores como producto del mayor desempleo, informalidad y evasión de aportes que se producen durante una recesión económica. La menor intensidad se explica porque todos los actuales regímenes de capitalización individual en América Latina están aún en una etapa temprana o intermedia de maduración. Esto último significa que el componente de renta variable en sus inversiones es limitado y que restan aún varios años para que se retire la mayor parte de los afiliados, lo que da tiempo para que se recupere el valor de los fondos.

[2] Chile (1981), Perú (1993), Colombia (1994), Argentina (1994), Uruguay (1996), Bolivia (1997), México (1997), El Salvador (1998), Costa Rica (2001), Ecuador (2001), República Dominicana (2001).

Lo anterior sugiere que son dos las enseñanzas principales de la crisis. La primera se refiere a la importancia de minimizar la exposición de los fondos de pensiones al riesgo de fluctuaciones financieras bruscas en los años inmediatamente anteriores al retiro. Esto puede lograrse mediante esquemas de multifondos diseñados bajo un esquema de ciclo de vida, así como con productos que aseguren el valor de la pensión aún antes de producirse el retiro. La segunda destaca la relevancia de la educación previsional para evitar que los afiliados tomen decisiones que puedan llegar a ser irreversibles, como el traslado de inversiones desde fondos accionarios a otros de renta fija en el punto más bajo de una crisis, realizando así todas las pérdidas financieras acumuladas.

Este documento se compone de tres secciones principales. En la primera se analizan ciertas particularidades de los sistemas previsionales privados en América Latina. En la segunda se evalúa el comportamiento que han tenido los sistemas de pensiones de capitalización como consecuencia de la crisis financiera internacional, cuyos resultados son analizados en tres aspectos: retornos de los fondos de pensiones, evolución en la composición de la cartera de inversión y participación en el sistema. Finalmente, el tercer componente explica los alcances de la estatización del sistema de pensiones en Argentina.

2. Regímenes de capitalización individual en América Latina

2.1 Fondos de pensiones en América Latina

Desde comienzos de la década de los años ochenta, 11 países de América Latina han reformado sus sistemas de pensiones para introducir regímenes de contribución definida mediante capitalización individual. Otros ocho países de la región retuvieron sus sistemas de beneficio definido, sin perjuicio de efectuar reformas paramétricas a su interior (Cuadro 1)[3].

Las reformas que introdujeron regímenes de capitalización individual siguieron tres caminos alternativos:

- Chile (1981), Bolivia (1997), México (1997), El Salvador (1998) y la República Dominicana (2003-2005) desarrollaron reformas sustitutivas, eliminando gradualmente sus antiguos sistemas públicos de reparto para reemplazarlos por sistemas de capitalización. Asimismo le dejaron la administración de los fondos al sector privado, con aportaciones definidas en cuentas individuales para los beneficiarios.

- Colombia (1994) y Perú (1993), en cambio, establecieron sistemas paralelos o duales, donde el régimen de capitalización con administración privada no sustituyó al de reparto, sino que se ofreció como alternativa una sujeta a una decisión del trabajador.

- Argentina (1994), Uruguay (1996) y Costa Rica (2001) crearon sistemas mixtos o complementarios, donde ambos regímenes (capitalización y reparto) son obligatorios y están integrados.

- No obstante los diversos caminos que adoptaron las reformas en respuesta a las circunstancias específicas de cada país, todas compartieron objetivos similares, siendo los más citados los siguientes: (i) mejorar la cobertura del sistema

[3] A finales de los años noventa Brasil contempló la introducción de un sistema de pensiones privado obligatorio para sustituir al sistema público de reparto, pero su adopción terminó por considerarse política y económicamente inviable debido a las implicaciones fiscales que presentaba (Pinheiro, 2004).

previsional; (ii) evitar el riesgo de desprotección y pobreza en la vejez; (iii) aumentar las tasas de reemplazo; (iv) reducir desequilibrios financieros actuales o potenciales; (v) reducir la presión sobre los recursos, y (vi) mejorar la transparencia del sistema y minimizar su susceptibilidad a la interferencia política.

También se esperaba que la introducción de un sistema de capitalización elevara el nivel de ahorro nacional, el potencial de crecimiento y el empleo formal, con lo que la introducción de un régimen de capitalización tendría además un impacto positivo sobre en el crecimiento económico.

Cuadro 1. Estructura de los sistemas de pensiones en América Latina

País	Año de reforma	Sistema	Contribución	Beneficio	Financiamiento	Administración
REFORMAS ESTRUCTURALES						
Modelo sustitutivo						
Chile	1981	Privado	Definida	No definido	Capitalización	Privada
Bolivia	1997					
México	1997					
El Salvador	1998					
R. Dominicana	2003					
Modelo paralelo						
Perú	1993	Público o privado	No definida, definida	Definida, no definida	Reparto, capitalización	Pública, privada
Colombia	1994					
Modelo mixto						
Argentina	1994-2008	Público y privado	No definida, definida	Definida, no definida	Reparto, capitalización	Pública, privada (a)
Uruguay	1996					
Costa Rica	2001					
Ecuador	2001					
Modelo público (Estatización del sistema privado)						
Argentina	2008	Público	No definida	Definida	Reparto	Pública
REFORMAS PARAMÉTRICAS O SIN REFORMAS						
Brasil	-	Público	No definida	Definida	Reparto	Pública
Cuba						
Ecuador						
Guatemala						
Haití						
Honduras						
Nicaragua						
Panamá						
Venezuela						

Fuente: Mesa-Lago (2004a).

Los antecedentes anteriores se refieren a fondos de pensiones que forman parte de sistemas previsionales obligatorios. En algunos países existen además sistemas voluntarios de capitalización individual o colectiva que complementan los sistemas obligatorios de reparto o beneficio definido. En particular, en el caso de Brasil los activos

administrados por los fondos privados voluntarios superan los US$235.000 millones y representan el 16% del PIB.

2.2 Fondos administrados por los sistemas de pensiones

La introducción de regímenes de capitalización individual ha generado una acumulación significativa de fondos de ahorro previsional, por lo cual sus administradoras se han transformado en el principal inversionista institucional en los mercados financieros de la región. Hasta diciembre de 2009 los activos administrados por los fondos de pensiones en América Latina ascendían a poco más de US$285.000 millones (Cuadro 2).

Cuadro 2. Activos invertidos en los sistemas privados de pensiones en América Latina, 2002-2009

País	Activos (millones US$)						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009(*)
América Latina							
Argentina	16.139	18.306	22.565	29.371	30.105	23.193	-
Bolivia	1.493	1.716	2.060	2.299	2.910	3.885	4.246
Chile	49.690	60.799	74.756	88.632	111.037	74.312	118.052
Colombia	7.322	11.067	16.015	19.284	24.643	26.021	39.277
Costa Rica	305	476	711	1.020	1.396	1.592	1.793
El Salvador	1.572	2.148	2.896	3.352	3.958	4.473	4.793
México	35.743	42.524	55.205	66.613	75.995	67.771	87.806
Perú	6.311	7.820	9.397	14.260	20.155	16.682	23.912
R. Dominicana	34	194	381	639	955	1.356	1.602
Uruguay	1.232	1.678	2.153	2.586	3.392	2.872	3.841
Región	119.841	146.728	186.139	228.056	274.546	222.157	285.322
Europa Central y del Este							
Bulgaria	149	296	444	690	1.232	1.327	-
Estonia	81	213	370	632	966	1.034	-
Hungría	2.976	4.397	6.989	9.338	15.042	10,586	-
Kazajistán	2.631	3.073	4,897	7,800	10,043	11,549	-
Polonia	11.571	17.161	26,659	38,224	57,508	59,180	-
Países OCDE							
Estados Unidos	-	8.599.308	8.979.631	9.721.120	10.258.601	8.273.120	-
Reino Unido	1.175.335	1.467.118	1.763.762	1.831.290	2.414.244	-	-
Holanda	374.875	659.839	769.986	860.877	1.025.640	976.320	-

Fuente: OECD, FIAP, AIOS.
Nota: Para Bolivia, Costa Rica, El Salvador, Republica Dominicana y Uruguay los datos del 2009 representan el mes de junio.

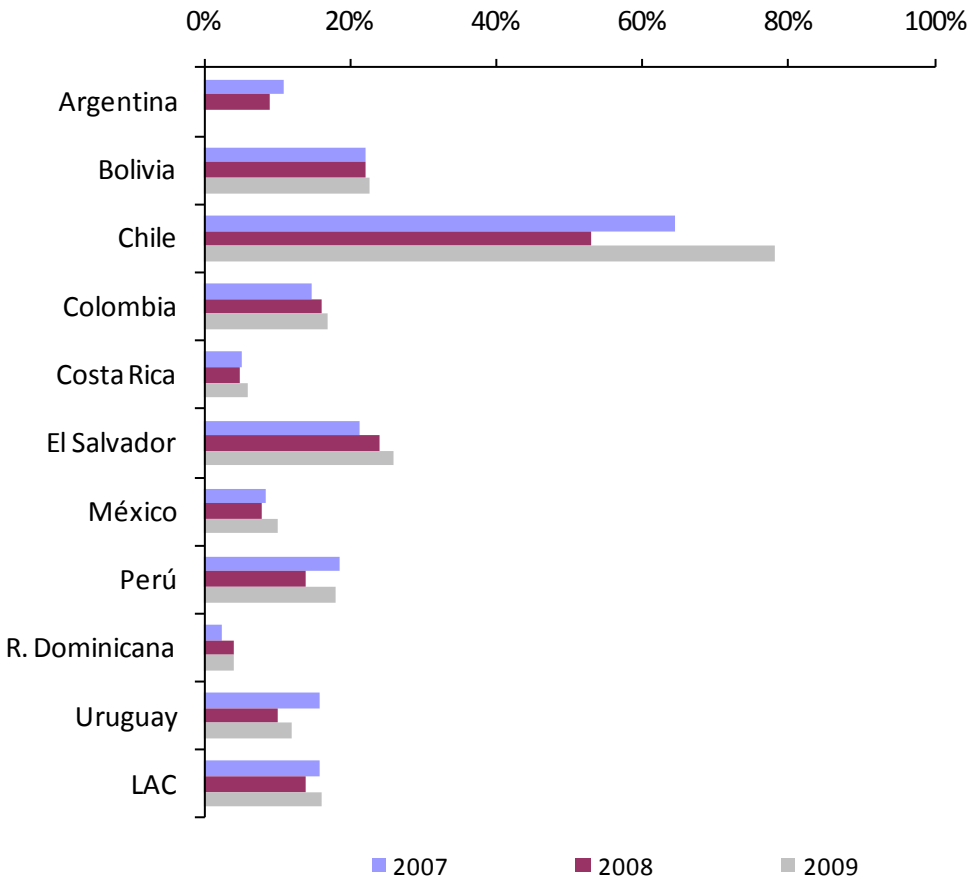
Sobresale el tamaño de los fondos de pensiones en Chile, los cuales ascienden a US$118.052 millones y representan el 41% de todos los activos de pensiones en la región. El gran tamaño de la industria privada de pensiones en ese país se explica por el

hecho de que se trata del sistema más antiguo de la región. En tamaño absoluto rivaliza con la magnitud de los fondos de pensiones acumulados en México (US$87.806 millones), cuando se tiene en cuenta que allí el tiempo transcurrido desde la reforma que introdujo el régimen de capitalización individual es la mitad del correspondiente a Chile. En el otro extremo están países como Costa Rica y República Dominicana que apenas han acumulado activos por debajo de los US$2.000 millones.

Comparando a América Latina con otras regiones, es posible observar que los sistemas privados de pensiones en Europa del Este son todavía muy jóvenes como para acumular una gran cantidad de activos. Exceptuando a Polonia, que implementó su reforma a fines de los años noventa, el valor de los fondos administrados por los sistemas privados de pensiones son levemente superiores a US$1.000 millones. En los países de la OCDE, por otra parte, los fondos privados superan ampliamente a los sistemas más desarrollados de la región, aunque la mayor parte de éstos corresponde a regímenes complementarios voluntarios, sectoriales o pactados.

A diciembre de 2009, el total de fondos administrados en los sistemas de pensiones en la región representaban el 16% del PIB. El tiempo transcurrido desde la implementación de la reforma es unos de los principales factores asociados a su evolución, por lo que se destaca Chile, cuyos fondos representaron cerca del 80% del PIB, cifra superior a la registrada en diciembre de 2007 (Gráfico 1).

Gráfico 1. Fondos administrados en relación al PIB, (2007- 2009)



Fuente: Elaboración propia con información de AIOS.
Nota: Valores estimados para 2009. Para Bolivia, Costa Rica, El Salvador, Republica Dominicana y Uruguay los datos del 2009 representan el mes de junio.

2.3 Regulación de los fondos de pensiones

Las regulaciones sobre la inversión de los fondos de pensiones influyen no sólo sobre su crecimiento de largo plazo sino también sobre su volatilidad. Dichas regulaciones son especialmente necesarias en los sistemas obligatorios, donde los ahorros de los afiliados son producto de una exigencia legal. En tales casos, con las regulaciones se busca generar un equilibrio entre riesgo y rentabilidad que refleje los intereses de largo plazo de los afiliados y los objetivos que la sociedad le ha fijado al sistema. Esto se manifiesta, por ejemplo, en que los sistemas de pensiones de capitalización individual de América Latina

y Europa del Este poseen una regulación más estricta que los programas privados de pensiones en los países de la OCDE, que son principalmente voluntarios.

Existen en general dos aproximaciones regulatorias a las inversiones de los fondos de pensiones: restricciones cuantitativas a los activos (RCA) y las reglas de persona prudente (RPP). Con las RCA se busca fijar límites y restricciones específicos a las decisiones de inversión de los gestores de los fondos de pensiones, mientras que la regulación del tipo RPP deja las decisiones sobre composición de carteras de inversión en manos de los gestores expertos y con experiencia en manejo financiero, sin que medie en teoría restricción cuantitativa alguna. En el modelo de reglas cuantitativas son comunes los límites sobre activos arriesgados como son las acciones y los bonos de sociedades anónimas. En la práctica, evidentemente, ningún país toma una posición extrema con los enfoques RCA y RPP, pero sí se observan sesgos de las regulaciones hacia uno de los dos enfoques.

Tanto los fondos de pensiones de América Latina como los de Europa del Este han adoptado una regulación basada en límites cuantitativos que se conoce como sistema "draconiano". En este sistema sólo se puede invertir en instrumentos autorizados por el regulador, y existen limitaciones en cuanto a qué porcentaje de la cartera se puede tener por tipo de instrumento, por grupo de instrumentos, por emisor y por categoría de riesgo, además de ciertas normas prudenciales (por ejemplo evitar problemas de conflictos de interés y separar el patrimonio del fondo del de la administradora). En los países de la OCDE, por otra parte, las reglas de persona prudente son la principal fuente de protección legal para los participantes en los fondos privados de pensiones. Estos países imponen pocas normas para la asignación de los activos de los fondos de pensiones (más allá de las restricciones prudenciales), como por ejemplo límites de inversión en la propia empresa. En el Cuadro 3 se resumen las principales diferencias en la regulación de inversión en los diferentes países.

Cuadro 3. Regulación sobre límites de inversión

País	Inversión sólo en instrumentos autorizados	Tipo de límite				
		por instrumento	por grupo de instrumento	por emisor	por riesgo	Inversión extranjera
America Latina						
Argentina	√	√		√	√	√
Bolivia	√	√	√	√	√	√
Chile	√	√	√	√	√	√
Colombia	√	√	√	√	√	√
Costa Rica	√	√	√	√	√	√
El Salvador	√	√	√	√	√	√
Perú	√	√	√	√	√	√
México	√	√	√	√	√	√
Uruguay	√	√	√	√	√	√
Europa del Este						
Bulgaria	√	√		√		√
Estonia	√	√		√		√ **(*)**
Hungría	√	√		√		√ **(*)**
Latvia	√	√				**(*)**
Polonia	√	√	√	√		√ **(*)**
Eslovaquia	√	√		√		√ **(*)**
OECD						
Canadá		√		√		
Estados Unidos						
Reino Unido						

Fuente: Elaboración propia.
Nota: (*) Los límites de inversión en el extranjero están asociados a límites regionales.

Estas opciones se pueden justificar dado el desarrollo de los respectivos mercados de capitales, la obligatoriedad de los sistemas y el diseño del sistema. Es posible que los países con mercados de capitales más desarrollados, en los que la población tenga más experiencia en la inversión, necesiten sólo un pequeño toque regulador. Los ahorros voluntarios para el retiro también suponen menos responsabilidad para el gobierno que las pensiones obligatorias, lo que sugiere, de nuevo, menor necesidad de una regulación estricta de las inversiones de los fondos. Finalmente, muchos países poseen sistemas de pensiones garantizados por el empleador, lo cual supone una menor necesidad de una regulación detallada de las carteras que en los sistemas de pensiones de contribución definida, cuyo valor depende más del desempeño del fondo.

En término de límites por activo, todos los marcos regulatorios de los países latinoamericanos permiten a los fondos de pensiones invertir en cuatro categorías de activos principales, aunque con límites que varían significativamente de un país a otro: bonos gubernamentales; instrumentos del mercado de capitales (acciones y bonos);

depósitos bancarios; y activos extranjeros. Como se observa en el Cuadro 4, los límites a la inversión en bonos gubernamentales normalmente son generosos, no sólo como reflejo del hecho de que estos activos forman parte de una cartera bien equilibrada, sino también porque los gobiernos necesitan financiar el costo de la transición del sistema de seguridad social administrado por el Estado. Los límites a la inversión en depósitos bancarios también han sido amplios. Sin embargo, las restricciones a las inversiones de los fondos de pensiones, tanto en acciones nacionales como en todos los activos extranjeros, son estrictas en casi todos los países. En 2009, los límites cuantitativos menos restrictivos se observan en Chile y Perú. Uruguay en cambio impone los límites más estrictos dentro de la región.

Cuadro 4. Límites de inversión por tipo de activo

	Títulos públicos	Instituciones financieras	Acciones	Bonos corporativos	Fondos de inversión	Valores extranjeros
Argentina	50%	40 %	50%	40%	20 %	10%
Bolivia	Ninguno	20-50%	20-40%	30-45%	5-15%	10-50%
Chile	40-80 %	40-80%	5-80%	30-60%	0-40%	45%
Colombia	50%	30%	30 %	40%	5%	10%
México	Ninguno	10%	0-30%	5% - Ilimitado	-	20%
Perú	30%	40%	10%-80%	40%	15%	20%
Reino Unido	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado
Estados Unidos	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado	Ilimitado

Fuente: Elaboración propia.

2.4 Garantías de rentabilidad

Los sistemas de pensiones de contribución definida conllevan un riesgo de mercado de capitales durante la fase de acumulación, cuando las contribuciones y la rentabilidad de las inversiones van aumentando. El riesgo está en que la rentabilidad del fondo de pensiones sea insuficiente para ofrecer a un individuo unos ingresos de jubilación adecuados.

En su función de reguladores y con el objetivo de mitigar el riesgo de los mercados de capitales, los gobiernos de América Latina han proporcionado garantías explícitas de la rentabilidad de los fondos. En este sentido, la mayoría de los países de la región ha establecido garantías con una tasa de rentabilidad relativa a la media de otros fondos de pensiones. El inconveniente de este tipo de garantía es que les da incentivos a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para no alejarse del promedio del

sistema, lo que puede favorecer el llamado “efecto manada”, esto es, la tendencia a imitar las acciones de otros.

Chile y El Salvador exigen que los fondos de pensiones ofrezcan un rendimiento mínimo que se calcula en función de la rentabilidad promedio del sistema. Perú reemplazo en el año 2005 la garantía mínima por un nuevo sistema basado en indicadores de referencia de rentabilidad o “benchmark”. En Colombia, la ley establece que las AFP deben garantizar una rentabilidad mínima a sus afiliados que depende de cuatro factores: el retorno promedio del sistema, el retorno del índice accionario de la Bolsa de Valores de Colombia, un índice representativo del mercado accionario del exterior y el retorno de un portafolio de referencia. La regulación en Bolivia, Costa Rica y México no requiere ningún tipo de garantía sobre los retornos de los fondos de pensiones.

Los sistemas privados de pensiones en países OCDE, salvo algunas excepciones como Suiza, no ofrecen ningún tipo de garantía. Los países de Europa del Este sí ofrecen garantías mínimas de rentabilidad. En Bulgaria, Kazajstán, Polonia y Eslovaquia los fondos de pensiones ofrecen garantías con una tasa de rentabilidad relativa.

3. Consecuencias de la crisis financiera para las pensiones de los trabajadores

Desde la perspectiva de un trabajador individual, la calidad de un sistema de pensiones puede evaluarse como el retorno obtenido por los aportes realizados a lo largo de su vida laboral, lo que equivale a la diferencia entre el valor presente de los beneficios obtenidos por el trabajador y sus descendientes, y el valor presente de sus aportes. En un régimen de capitalización individual, este retorno depende de: (i) la densidad de cotizaciones; (ii) la rentabilidad bruta acumulada al momento del retiro; (iii) las comisiones pagadas a los administradores del sistema y a las compañías aseguradoras, (iv) la prima de los seguros complementarios (usualmente invalidez y sobrevivencia), y (v) la sobrevida del trabajador y su descendencia.

De los factores anteriores, los dos primeros están relacionados con el ciclo económico. En consecuencia, el análisis que aquí se hace sobre el impacto de la crisis económica en las pensiones de los trabajadores se concentrará en estos factores. En particular, se analizará el efecto de la crisis sobre las futuras pensiones sobre la base de:

- la magnitud de las pérdidas nominales producidas en el transcurso de la crisis;
- las variaciones en el valor de los fondos de pensiones en el periodo previo y posterior a la crisis financiera; y
- el comportamiento de las cotizaciones a lo largo del ciclo económico.

3.1 Impacto de la crisis en los sistemas de capitalización individual sobre los activos y rentabilidad

a. Cambio en el valor de los activos

El colapso de los mercados financieros pesó negativamente sobre los sistemas de pensiones de capitalización individual de América Latina. En diciembre de 2008, el total de fondos de pensiones se redujo en unos US$52.000 millones equivalentes aproximadamente al 2%[4], en comparación con diciembre de 2007. Lo anterior generó una preocupación comprensible en la opinión pública de esos países respecto del efecto de

[4] Promedio ponderado de los sistemas.

estas pérdidas sobre las futuras pensiones de los trabajadores. Como se observa en el Gráfico 2, los fondos que sufrieron las mayores caídas nominales fueron los de Chile (33% de su valor total), México (11% de su valor total), Argentina (23% de su valor total) y Uruguay (15% de su valor total). El resto de los sistemas privados de América Latina, incluyendo Bolivia, Colombia, Costa Rica y El Salvador, mostraron leves aumentos en el valor de sus activos. La explicación de una mayor caída en el valor del fondo en ciertos países comparados con otros radica en gran medida en la composición de la cartera. La crisis afectó con mayor fuerza las acciones y emisiones extranjeras, mientras que los títulos públicos y depósitos bancarios fueron menos afectados. A mediados del 2008, Chile y Perú tenían respectivamente 54 y 51% de sus fondos invertidos en acciones y emisiones extranjeras, versus 21 y 8% en títulos de deuda pública. Por el contrario, Bolivia y El Salvador tenían solo 3 y 0% en acciones nacionales y extranjeras y 73 y 79% en títulos deuda pública.

Gráfico 2. Cambio en el valor nominal y porcentual de los activos entre diciembre 2007 y diciembre 2008

Fuente: Elaboración propia con información de AIOS.
Nota: Las cifras de Argentina representan el mes de octubre de 2008.

En Chile y Perú la crisis económica se expresó principalmente en una menor valoración de los instrumentos de renta variable, nacionales y extranjeros en los fondos de pensiones. En Chile, ante la menor valorización de los instrumentos de inversión, los

fondos de pensiones disminuyeron de un máximo de US$121.335 millones en marzo de 2008 a un valor mínimo de US$69.083 millones en octubre del mismo año, lo que significó una pérdida nominal de aproximadamente 43% del valor total del fondo. En Perú, de igual manera, el impacto de la crisis financiera internacional sobre los fondos del Sistema Privado de Pensiones (SPP) fue considerable. Entre mayo y octubre de 2008 los fondos de pensiones pasaron de US$22.652 millones a US$14.446 millones, lo que equivale a una caída de 36% (US$ 8.206).

En México, el impacto de la crisis provino mayormente del ajuste a la baja en el precio de los instrumentos de renta fija, particularmente de aquellos de largo plazo. Durante la crisis financiera, la mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas se tradujo en una restricción del crédito, y por lo tanto en aumentos temporales de las tasas de interés. Al mismo tiempo, el aumento de los precios en mercancías y alimentos en el mercado doméstico mexicano presionó a las autoridades monetarias a elevar las tasas de interés de referencia para evitar el surgimiento de una tendencia inflacionaria. Ambos hechos provocaron que los instrumentos de renta fija en las carteras de las Siefore registraran minusvalías, una vez hecha la valuación a precios de mercado que realizan las Afore (Herrera, 2009).[5] Entre agosto y noviembre de 2008, los recursos de las Administradoras de Fondos para el Retiro (o Afore) disminuyeron de un valor máximo de US$86.190 millones a un valor de US$62.330 millones, equivalente a una reducción del 28%.

La experiencia en Argentina y Uruguay muestra que los títulos de deuda de los países emergentes no son inmunes a periodos de crisis porque los inversionistas en el extranjero los venden por temor a una caída en su valor. En Argentina, la alta concentración en títulos públicos a mediados de 2008 (sobre el 50%) favoreció que el valor nominal de los fondos disminuyera en 28% durante la crisis financiera, pasando de US$ 32 mil millones en mayo de 2008 a US$ 23 mil millones en octubre de 20008.

[5] Una minusvalía/plusvalía se presenta cuando al valuarse una cartera de inversión a precios de mercado, el valor que se registra es menor/mayor al valor registrado en una fecha previa de valuación. Estas minusvalías/plusvalías son frecuentes en la gestión de inversiones por los cambios en precio de las distintas clases de activo y no representan una ganancia/pérdida en tanto no se liquiden los títulos que conforman la cartera de inversión en los mercados.

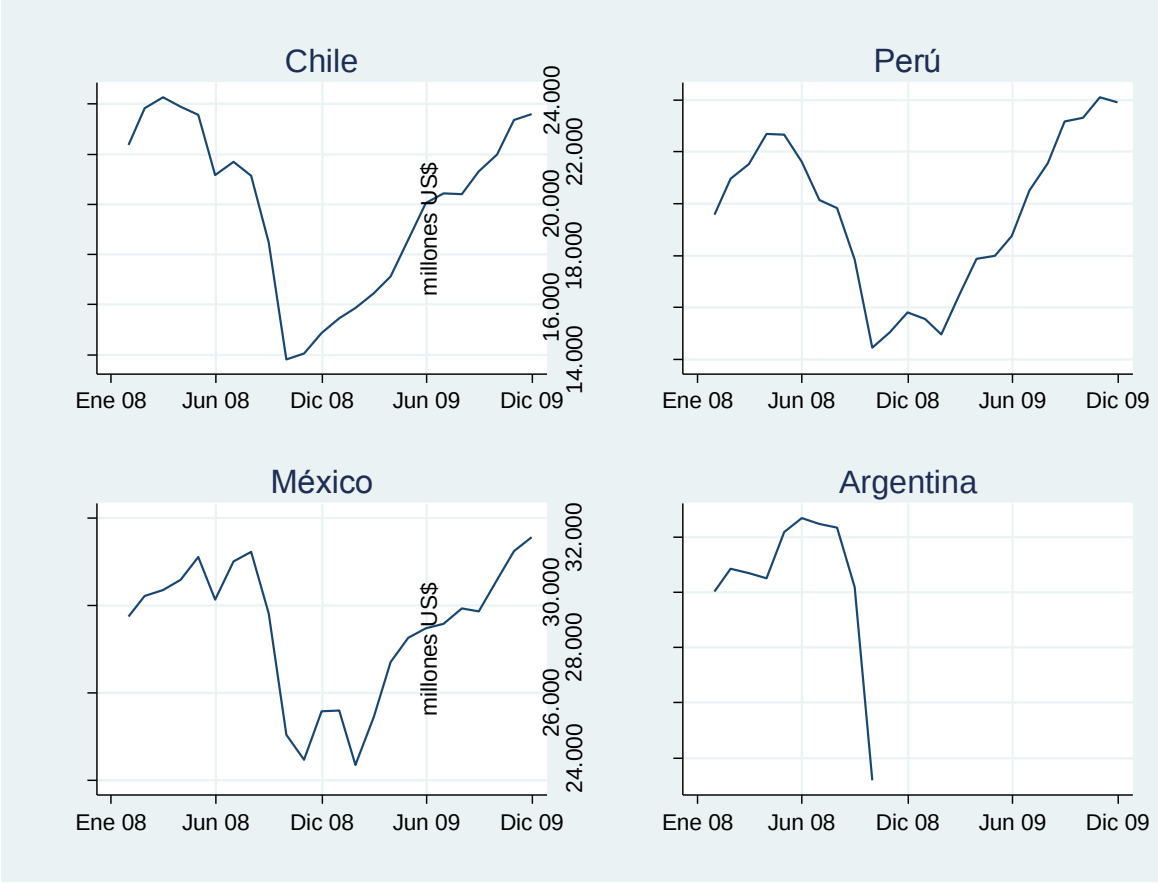
- *Recuperación de los mercados en 2009*

La recuperación de los fondos previsionales durante el 2009, permitió recuperar el valor total de los fondos que existía en los distintos países, no sólo antes del desplome de los mercados ocurrido en el 2008, sino desde fines de 2007, período en el cual, gran parte de los sistemas en la región había alcanzado máximos históricos, tras acumular consecutivas alzas durante los años previos.

Al cierre de 2007, el valor de los fondos de pensiones de los trabajadores en América Latina sumaba unos US$ 274.546 millones. Esta cifra llegó a caer a US$ 222.157 millones a fines de 2008. A partir de inicios de 2009, sin embargo, las mejores condiciones que mostraron los mercados internacionales, más acentuado en el caso de los países emergentes, favoreció un sostenido repunte en el valor de los activos en los distintos países. Si bien existió un contexto de volatilidad en los mercados nacionales e internacionales, el valor de los fondos de pensiones en América Latina alcanzaron un valor histórico en Diciembre de 2009, llegando a los US$285.322, casi US$ 10,000 millones más que el peak de valorización del sistema de hace dos años. Aunque gran parte de la recuperación del valor se explica por el incremento en la rentabilidad de los fondos, la cifra de activos también incluye los ingresos por cotizaciones de los trabajadores al sistema.

Como se observa en el gráfico 3, en prácticamente un año los fondos de pensiones recuperaron el valor de las inversiones fuertemente afectadas por la crisis económica mundial. Entre Diciembre de 2008 y Diciembre 2009 el valor nominal de los fondos de pensiones en Chile crecieron en un 59% (llegando a los US$118.002 millones) y en un 51% Perú (llegando a los US$ 23.912). En México, por otra parte, el aumento fue un poco más moderado, cercano al 30% (llegando a los US$87.806). En Argentina, por otra parte, la estatización del sistema privado de pensiones significó que la menor valorización de acciones y bonos que se produjo durante el 2008 se convirtiera en una perdida contable, sin posibilidad de recuperación.

Gráfico 3. Valor de los fondos de pensiones durante el periodo previo y posterior a la crisis
(millones de US$)

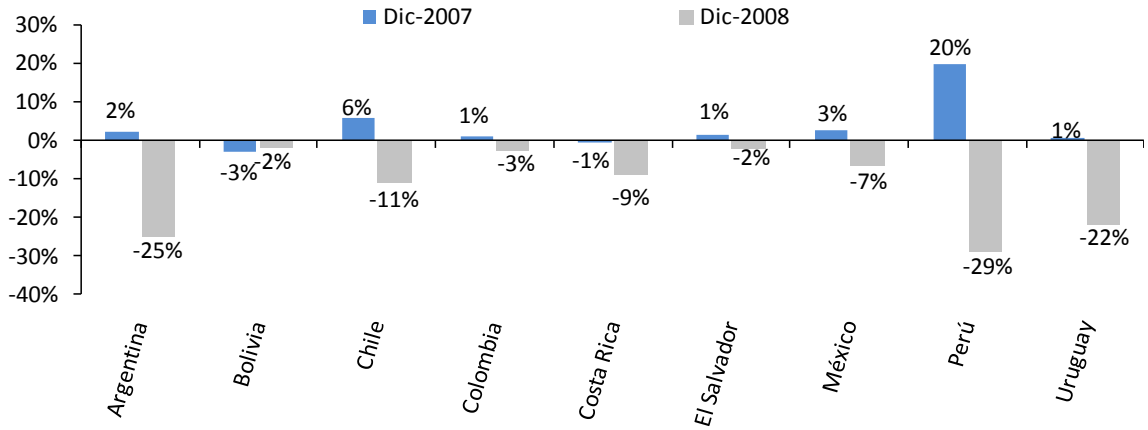


Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones (Chile), Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Perú), CONSAR (México) y Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina).

b. Efectos sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones

La crisis financiera generada en los países desarrollados, y que se propagó muy rápidamente a nivel mundial, afectó de manera sensible las rentabilidades de los fondos de pensiones. Todos los sistemas de pensiones que incluyen capitalización individual en América Latina tuvieron importantes retrocesos a lo largo de 2008. Las rentabilidades negativas en los sistemas de pensiones se registraron en forma similar en aquellos fondos con una alta proporción de activos invertidos en renta variable, como Perú, que en aquellos fondos con una alta proporción de sus activos invertidos en renta fija, como Argentina y Uruguay (Gráfico 4).

Gráfico 4. Rentabilidad real anual[6] (últimos 12 meses)



Fuente: Elaboración propia con información de AIOS.
Notas: Las cifras de Argentina llegan a octubre de 2008. Para Chile y Perú se suministra el promedio ponderado de los fondos.

Para Chile, México y Perú, sin embargo, la existencia de esquemas de multifondos permitió mitigar los efectos adversos de la crisis financiera. Bajo este tipo de esquema, los afiliados pueden acceder a un mayor número de alternativas de inversión para sus ahorros previsionales, lo que en teoría les permite escoger un fondo que se ajuste mejor a sus preferencias individuales. Los afiliados más jóvenes seguramente preferirán una cartera con una relación riesgo-retorno más grande, de forma tal de aumentar el valor esperado de su pensión. Los afiliados de mayor edad o ya pensionados, preferirán un fondo de mínimo riesgo, de forma tal de minimizar las fluctuaciones en el valor de su pensión. Esta estrategia es consistente con el hecho de que al inicio de la vida laboral la riqueza del individuo se concentra en su capital humano y la riqueza .financiera es mínima, por lo que es más factible arriesgar en la inversión financiera en busca de mayor retorno esperado. Cuando la riqueza financiera se acumula y se equipara en importancia al capital humano se vuelve más relevante compensar los riesgos asociados a ambas fuentes de riqueza, mientras que al final de la vida laboral el capital humano ya se ha depreciado y la principal fuente de riqueza es el capital acumulado para financiar la pensión.

[6] La rentabilidad considerada es "bruta" ya que se mide sobre los aportes capitalizados, sin considerar el efecto de las comisiones que cobran las AFP. Si bien varios países optaron por distintas alternativas para calcular los rendimientos netos, éstos no se presentan debido a la existencia de diferencias metodológicas que dificultan sustancialmente su comparación.

Chile, que fue el pionero en implementar este tipo de esquema en el 2002, tiene 5 fondos: A el más riesgoso, B riesgoso, C intermedio, D conservador y E el más conservador. En México, el esquema de multifondos también permite escoger entre cinco alternativas de inversión (o Siefores), mientras que en Perú las alternativas de inversión se reducen a tres (Cuadro 5). En estos tres países, la rentabilidad de los fondos con carteras más intensivas en instrumentos de renta variable fueron mayormente afectados por las fuertes oscilaciones de los mercados internacionales.

Cuadro 5. Características de los Sistemas de Multifondos en Chile, México y Perú

	Chile	México	Perú
Implementación del sistema de capitalización individual	1981	1997	1992
Implementación del esquema de Multifondos	2002	2004/2008	2005
Número de opciones de Inversión	5	5	3
Tipos de Fondo (entre paréntesis máximo % autorizado en renta variable)	Fondo A (hasta 80%) Fondo B (hasta 60%) Fondo C (hasta 40%) Fondo D (hasta 20%) Fondo E (hasta 5%)	Siefore 1 (0%) Siefore 2 (hasta 15%) Siefore 3 (hasta 20%) Siefore 4 (hasta 25%) Siefore 5 (hasta 30%)	Tipo 1 (hasta 10%) Tipo 2 (hasta 45%) Tipo 3 (hasta 80%)
Opción por defecto	Los afiliados son asignados a un fondo de acuerdo a su edad	Los afiliados son asignados a un fondo de acuerdo a su edad	Los afiliados son asignados a un fondo de acuerdo a su edad
Activos en la estrategia balanceada (%)	44% en el fondo C	30% en la Siefore 3	74% en fondo Tipo 2
Afiliados en la estrategia balanceada (%)	37% en el fondo C	nd	90% en fondo Tipo 2
Número de fondos que puede escoger un afiliado	2	1	1

Fuente: Elaboración propia.

En Chile, el sistema de pensiones enfrentó en el 2008 el periodo económico más turbulento en sus 27 años de historia. En 12 meses hubo un cambio violento de escenario en materia de tasas de interés, precios de productos y crecimiento económico. En este contexto, la rentabilidad de los fondos se vio gravemente afectada por las fuertes oscilaciones de los mercados internacionales, y en mayor proporción la de los fondos más intensivos en renta variable.

Las turbulencias de los mercados accionarios comenzaron en julio de 2007, mes a partir del cual se registraron 13 meses con rentabilidades negativas en el fondo más

riesgoso (fondo A), que está autorizado a invertir hasta 80% de su portafolio en instrumentos de renta variable. Con ello el fondo A registró una rentabilidad real de los últimos 12 meses de -41% a diciembre de 2008, la mayor caída desde la implementación el sistema de multifondos, en octubre de 2002. De igual manera el fondo B, que permite invertir hasta 60% en renta variable, registró una situación similar, con una caída del -34% durante igual período. La caída en la rentabilidad de ambos fondos se explicó en parte por el retorno negativo que presentaron las inversiones en de renta variable, principalmente Estados Unidos y Europa, y aún más el efecto negativo de los mercados emergentes. Un análisis de la situación previa a la crisis financiera (mayo de 2008) muestra que el fondo A y B tenían invertido un 57 y 42% de su cartera en instrumentos extranjeros de renta variable.

El fondo de riesgo intermedio (fondo C), continuador del fondo existente desde los inicios del sistema privado de pensiones, autorizado a invertir hasta 40% en renta variable, retrocedió un 19% real entre diciembre 2007 y diciembre 2008.

Los fondos más conservadores, fondo D y fondo E, registraron a diciembre de 2008 una caída en la rentabilidad más modera, de -10% y -1% respectivamente. La regulación existente requiere que fondo D invierta un mínimo de 80% de su cartera en instrumentos de renta fija, mientras que la regulación para el fondo E es de un 95%. Para ambos fondos, los resultados provinieron mayormente del aumento en las tasas de interés de largo plazo de los instrumentos de renta fija nacional, incluyendo instrumentos del Banco Central y los bonos de instituciones financieras, registrados durante el último trimestre de 2008 (Cuadro 6).

Cuadro 6. Rentabilidad real de los multifondos en Chile
(%)

Tipo de fondo	Max. % en renta variable	Dic. 07-Dic 08 (año)	Sept. 02-Dic. 08 (promedio anual)	Sept. 02-Dic. 08 (promedio anual)
A (más riesgoso)	80%	-40,3	4,2	29,5
B (riesgoso)	60%	-30,1	3,3	22,8
C (intermedio)	40%	-19,9	3,4	23,5
D (conservador)	205	-9,9	3,4	23,5
E (más conservador)	5%	-0.9	2,7	18,5

Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones de Chile.

En México, el modelo con un único fondo de pensiones (o Siefore) con el cual inició el sistema de pensiones en 1997 (altamente concentrado en instrumentos domésticos de deuda pública) fue reemplazado en el 2004 con la implementación de un segundo fondo de pensiones, el cual puede invertir una mezcla de instrumentos de renta variable y fija, incluyendo inversión en instrumentos extranjeros. En abril de 2008, tres nuevas Siefores fueron agregadas a las alternativas ya disponibles de inversión para los fondos de pensiones. La nueva regulación permitió crear así una familia de cinco Siefores, para atender mejor los perfiles de riesgo-rendimiento de sus afiliados dentro del esquema de contribución definida del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR). Todas las Siefores, con excepción de la Siefore original (SB1), fueron autorizadas para tener exposición a inversiones en valores de renta variable a través de notas estructuradas y un número amplio de índices accionarios. Adicionalmente, el porcentaje de activos disponible para inversiones en el extranjero continuo limitado a 20%.

Al igual que el caso chileno, todas las Siefores registraron una tasa de retorno real negativa a lo largo del 2008, acentuándose para aquellas más intensivas en renta variable. Entre abril y diciembre de 2008, la Siefore 5 (SB5), que permite invertir hasta 30% en renta variable, registró una rentabilidad real anual negativa de -9%, mientras la Siefore 4 (SB4), autorizada a invertir hasta 25% en renta variable, registró una situación similar, con una caída del -8% durante igual período. La situación previa a la crisis financiera (junio de 2008) muestra que la inversión de ambos fondos en instrumentos de renta variable era más bien moderada e inferior a los limites de inversión, 20 y 23% respectivamente, lo cual refleja que el mayor impacto en rentabilidad no provino de la caída en los mercados accionarios, sino más bien, del ajuste a la baja en el precio de los instrumentos de renta fija (Cuadro 7).

Las Siefores menos intensivas en renta variable, por otra parte, también registraron un amplio rango de pérdidas como resultado del aumento en las tasas de interés de largo plazo de los instrumentos de renta fija (superiores a las contratadas). La Siefore 3 (SB3), cuya regulación exige invertir hasta un máximo de 20% en renta variable, registró a diciembre de 2008 una caída en la rentabilidad real anual de -6%, mientras que la Siefore 2 (SB2), que permite hasta un 20% en renta variable, mostró una variación de -5% durante igual periodo. A junio de 2008, el porcentaje de la cartera en

instrumentos de renta fija en SB4 y SB5 representó el 84 y 81% respectivamente. La Siefore 1 (SB1), autorizada a invertir sólo en renta fija, mostró una variación nula.

Cuadro 7. Rentabilidad real de los multifondos en México
(%)

Tipo de fondo	Max. % en renta variable	Dic. 07-Dic 08 (año)	Dic. 05-Dic. 08 (promedio anual)
SB1 (más conservador)	0%	-0.1	2,4
SB2 (conservador	15%	-4,6	1,8
SB3 (intermedio)	20%	-6,4	-
SB4 (riesgoso)	25%	-8,0	-
SB5 (más riesgoso)	30%	-9,3	-

Fuente: Elaboración propia con datos de CONSAR
Nota: La rentabilidad de las SB3, SB4 y SB5 es la equivalente anual del período abril-diciembre

En Perú, los datos muestran que desde inicios del 2008 la rentabilidad real anualizada para los tres tipos de fondos de pensiones disminuyó sostenidamente hasta alcanzar un mínimo en el mes de octubre (Cuadro 8). Los fondos más accionario (fondo 2 y fondo 3), que están autorizados a invertir hasta un 45% y 80% de su cartera en activos domésticos y extranjeros de renta variable, mostraron una rentabilidad real anual de -27 y -42% respectivamente, medido a diciembre de 2008. La fuerte caída en la rentabilidad real de ambos fondos fue ocasionada principalmente por la liquidación de posiciones por parte de los inversionistas, causada por el deseo de minimizar pérdidas ante la mala situación financiera y los signos de recesión de las principales economías del mundo.

El impacto de la crisis financiera internacional sobre ambos fondos previsionales, sin embargo, fue considerablemente menor que el registrado en el mercado accionario doméstico. La Bolsa de Valores de Lima (BVL) fue el mercado bursátil más afectado de la región, mostrando una rentabilidad real de -67%, en el periodo enero-diciembre 2008. Esto se debe a que las AFP diversificaron sus inversiones como mecanismo de protección general de los fondos invertidos.

El fondo más conservador (fondo 1), por otra parte, que invierte aproximadamente un 90% de su cartera en instrumentos de renta fija, retrocedió un 10% durante igual periodo.

Cuadro 8. Rentabilidad real de los multifondos en Perú
(%)

Tipo de fondo	Max. % en renta variable	Dic. 07-Dic 08 (año)	Dic. 06-Dic. 08 (promedio anual)
Fondo 1 (conservador)	10%	-10,2	-4.5
Fondo 2 (intermedio)	45%	-26,7	-11.9
Fondo 3 (riesgoso)	80%	-0.9	-19.6

Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

En Uruguay, por otra parte, la evidencia muestra que el impacto de la crisis sobre los fondos de pensiones no se centró solamente en una clase de activo. Los fondos de pensiones uruguayos que invierten cerca de un 60% de su cartera en bonos públicos registraron una rentabilidad real de -22%. Este retroceso se explica fundamentalmente por la caída de precio de los bonos del Estado uruguayo, que al igual que los bonos de otros países emergentes, se desvalorizaron debido a los cambios de las políticas de los inversores internacionales, necesitados de una liquidez cada vez mayor en el contexto de la crisis financiera global.

En Argentina, la caída en la rentabilidad real anual de -25%, medidos hasta octubre de 2008, sirvió de justificación para impulsar la estatización de los fondos acumulados en las AFP. Esta rentabilidad negativa fue en parte resultado de diversos factores, incluyendo un estricto régimen de inversiones extranjeras, la regulación sobre rentabilidad mínima y la alta concentración de activos en títulos del gobierno, menos volátiles pero no por ello menos riesgosos. En los meses previos a la crisis financiera (enero 2008) los títulos públicos (emitidos por la nación y entes estatales) representaron el 52% de la cartera de los fondos argentinos.

La anterior sugiere que la distinción entre activos "más seguros" (renta fija) o activos "más arriesgados" (renta variable) puede no ser significativo durante una crisis financiera. Esta es una lección importante de la crisis financiera. El desempeño de las inversiones no se explica únicamente por la asignación de activos y la volatilidad en su rendimiento (riesgo), sino también por otros factores internos y externos al proceso de inversión, como pueden ser el diseño del régimen de inversiones y su marco regulador.

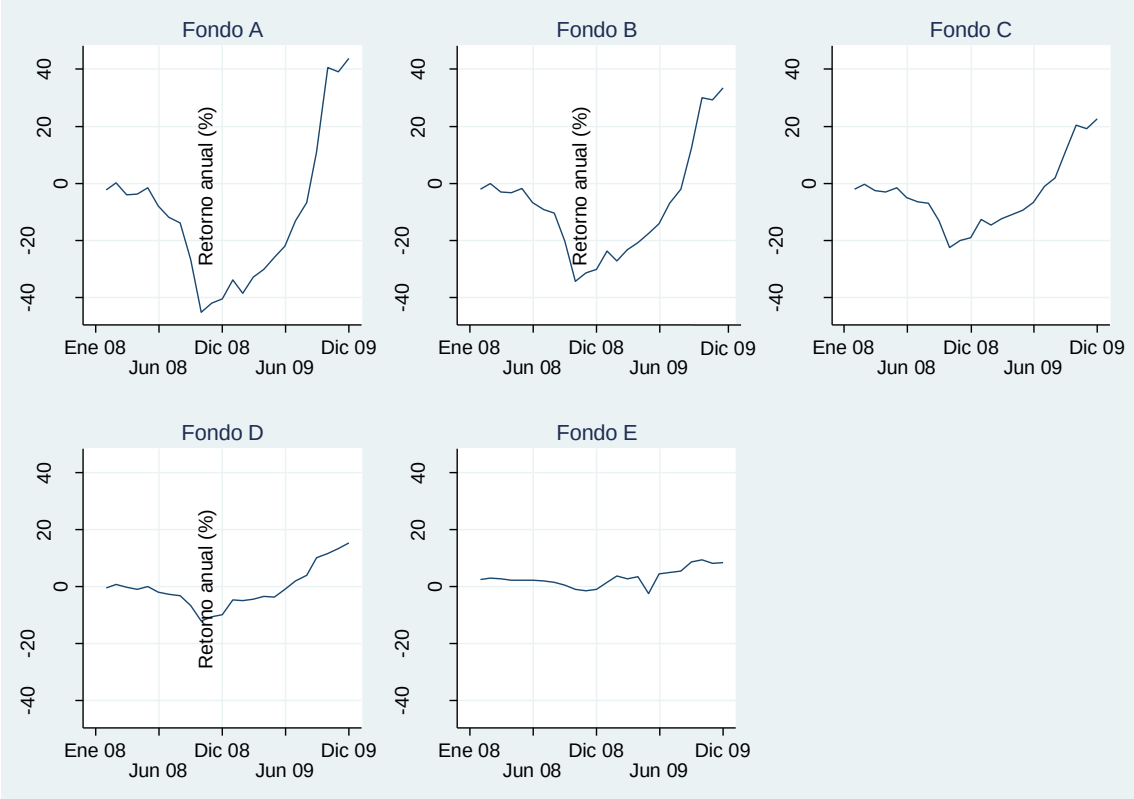
- *Recuperación de los mercados en 2009*

Si bien la caída de los mercados financieros durante el 2008 produjo retrocesos generalizados en las tasas de rentabilidad de los fondos de pensiones, los costos de la crisis fueron inferiores a lo que se esperaba para la región en su conjunto. Para la mayoría de los países de América Latina, las rentabilidades acumuladas durante el 2009 fueron significativas y permitieron revertir la mayor parte de los menores valores registrado durante el 2008. Los fondos más accionarios se beneficiaron del importante repunte que mostraron los principales mercados accionarios internacionales, de las mejores perspectivas sobre las empresas nacionales y del conjunto de medidas que aplicaron las mayores economías globales (Estados Unidos y el Reino Unido).

La crisis financiera del 2008 no es la primera vez los fondos de pensiones se ven enfrentados a una crisis, pues en los años de existencia de los sistemas privados en América Latina, estos se han visto enfrentados a importantes fluctuaciones. Si bien el análisis de los sistemas privados de pensiones durante la crisis financiera mostró resultados negativos para los distintos países, el tiempo que medió entre las fuertes caídas del 2008 y la recuperación del ahorro del 2009 fue breve y por ello superó las mejores expectativas que algunos analistas pudieron proyectar.

En Chile, la recuperación de los mercados de renta variable y fija en el mercado doméstico e internacional permitió que los fondos de pensiones terminaran el 2009 con el mejor rendimiento anual desde la creación del sistema de multifondos (septiembre de 2002). Los fondos más riesgosos (fondos A y B) que fueron los más afectados con la caída de los precios de las acciones, registraron el 2009 ganancias del 43% y 33% respectivamente, quedando muy cerca de retomar los valores existentes previos a la crisis financiera (Gráfico 5).

Gráfico 5. Evolución de la rentabilidad real anual del sistema de multifondos en Chile



Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones de Chile.

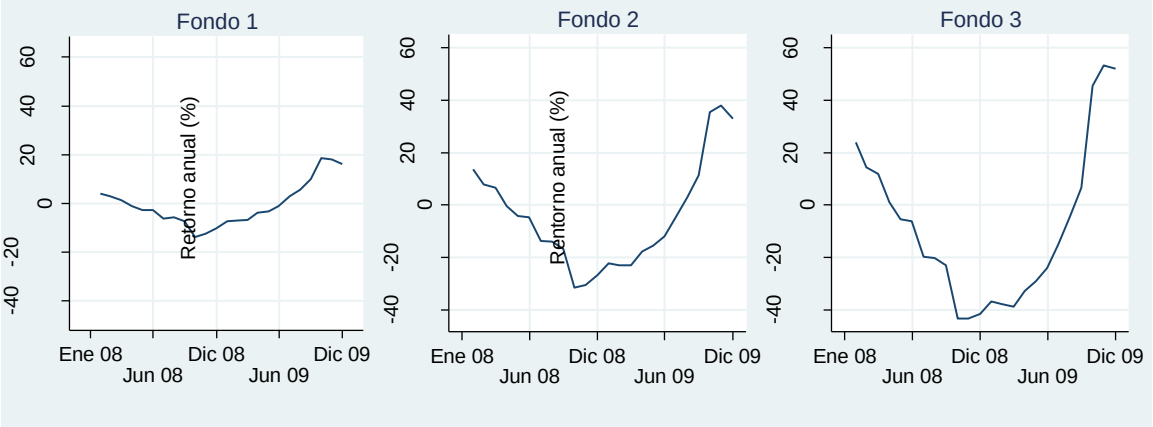
Notas: A: 80% accionario; B: 60% accionario; C: 40% accionario; D: 20% accionario; E: 5% accionario.

Las altas rentabilidad de los fondos menos intensivos en renta variables, por otra parte, permitieron revertir completamente el menor valor de las inversiones registrado durante el 2008. Los fondos D y E registraron una rentabilidad real anual de 15 y 8% respectivamente, durante el 2009. La importancia de esto radica en que la mayoría de las personas que se encuentran en estos fondos están próximas a la edad de retiro. Dado el menor valor transitorio de los fondos durante el 2008, no fue un buen año para pensionarse y quienes postergaron esta decisión por un año, pudieron hacerlo sin menoscabo en su pensión.

En Perú, las pérdidas registradas en los portafolio de los tres fondos durante el 2008 ya casi se habrían recuperado por completo a diciembre de 2009, entre otras cosas, gracias a la recuperación de los índices de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y, en general, por las mejores perspectivas de desempeño económico en los mercados internacionales y, particularmente, en el Perú y en países de economías emergentes como

China (Gráfico 6). En efecto, a diciembre del 2009, el fondo 1 tuvo una rentabilidad anual de 16%, el fondo 2 de 33% y el fondo tres —el más expuesto a instrumentos de renta variable y, por ello, el que registra variaciones más bruscas— de 52%.

Gráfico 6. Evolución de la rentabilidad real anual del sistema de multifondos en Perú



Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Nota: Fondo 1: hasta 10% en renta variable; Fondo 2 hasta 45% en renta variable; Fondo 3: hasta 80% en renta variable.

En México, los resultados de las inversiones en las Siefores durante el 2009 fueron muy positivos, con un rendimiento promedio anual superior al 10% real. Estos resultados fueron consecuencia de la menor volatilidad registrada en los mercados financieros y los consiguientes signos de recuperación económica a nivel mundial, la positiva tendencia de los índices bursátiles y la tendencia generalizada a la baja de las tasas de interés. Estas condiciones permitieron revertir las pérdidas registradas al interior de la familia de Siefores durante el 2008. Las Siefores con perfiles de inversión menos conservadores tuvieron el mejor desempeño, en particular las Siefores correspondientes a los afiliados de menor edad (SB5), cuya rentabilidad promedio anual en el 2009 fue superior al 13% real.

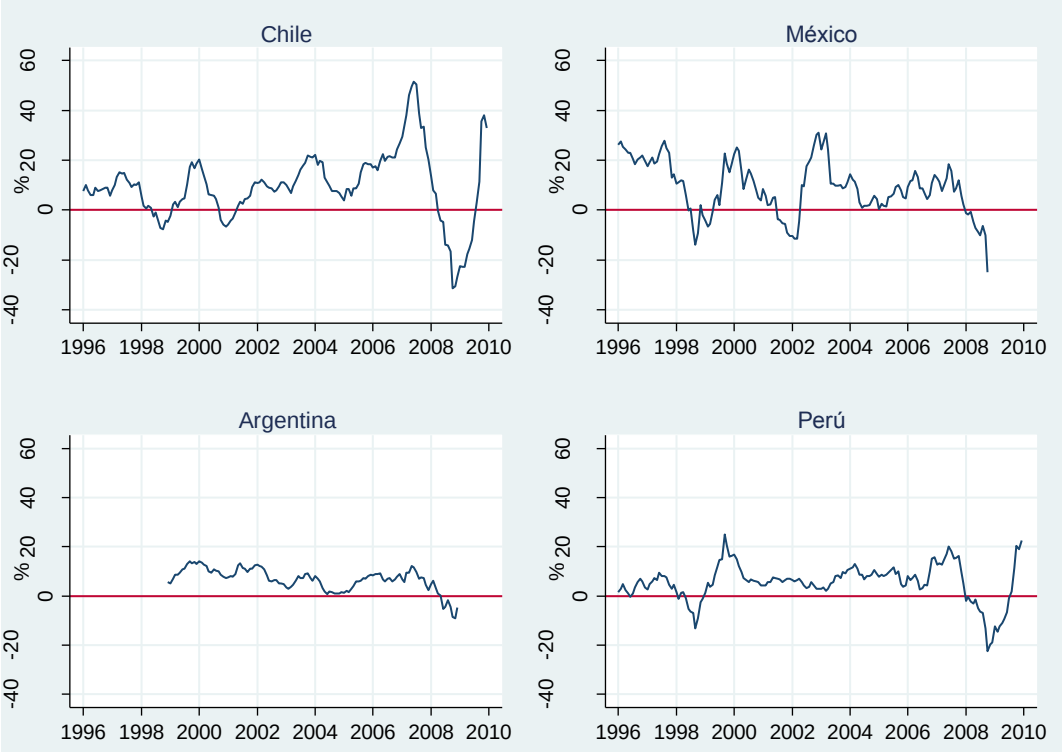
3.2 Importancia de analizar la rentabilidad en un contexto de largo plazo

Al evaluar el comportamiento de los fondos de pensiones, se debe tener presente que la rentabilidad negativa registrada a lo largo de 2008 no debió ser interpretada directamente como una pérdida realizada, considerando que los tiempos de inversión reflejan la vida laboral de un trabajador. Si bien los efectos de la crisis financiera sobre los fondos de pensiones generó una comprensible preocupación sobre el potencial efecto

de estas pérdidas sobre las pensiones futuras de los trabajadores, existen factores cíclicos, demográficos y regulatorios que permiten inferir que los riesgos asociados a la crisis financiera fueron menos intensos que lo que sugirió la información y el debate público sobre esta materia.

Una rentabilidad negativa expresa una menor valorización de mercado de los instrumentos que componen una cartera y no una pérdida efectiva. Los ahorros de los trabajadores están invertidos en distintos instrumentos cuyo valor disminuyó debido a la crisis, pero una vez que los mercados se recuperaron también lo hicieron el valor de las inversiones. Las crisis financieras previas han mostrado que los períodos prolongados de retornos negativos han sido compensados por otros positivos en el largo plazo (Gráfico 7).

Gráfico 7. Evolución de la rentabilidad promedio real anual por sistema de pensiones, 1996-2010



Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones (Chile), Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Perú), CONSAR (México) y Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina).
Nota: Para México información para el 2009 no está disponible.

Los efectos de la crisis sobre los fondos no pueden evaluarse sólo a partir de los cambios en la valoración contable de los fondos de ahorro invertidos. La eficiencia de un sistema pensional depende de la capacidad para maximizar los retornos de largo plazo de

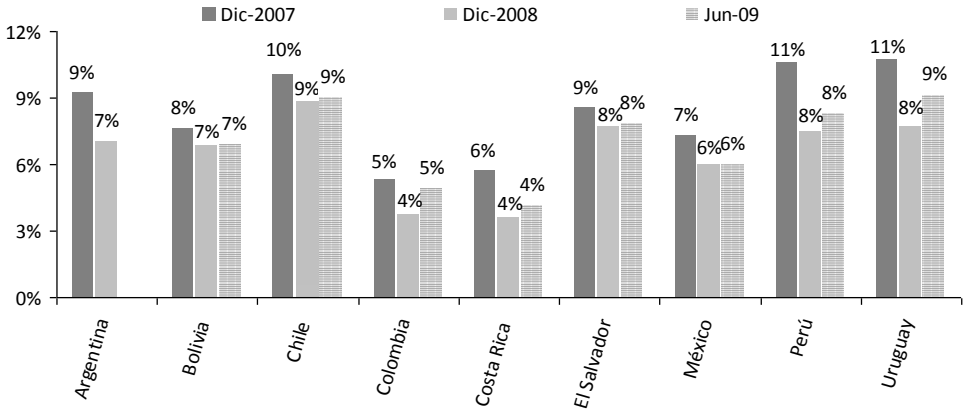
las contribuciones de los afiliados y de que se genere una buena tasa de reemplazo al mínimo costo, en términos de cotizaciones y comisiones. En particular, el retorno privado a las contribuciones efectuadas por un afiliado individual que obtiene una jubilación por vejez puede estimarse como:

$$\frac{SFC}{(1+r)^n} - SI_0 - \sum_{i=1}^{n} \frac{(0.1 + TCA_i - B) * RI}{(1+r)^i} = 0$$

La ecuación refleja la tasa interna de retorno (TIR) de un afiliado y depende tanto del ingreso del cotizante como de su saldo inicial. *SFC* es el saldo final de la cuenta de capitalización individual (CCI); *SI* es el saldo inicial de la CCI; *TCAi* es la tasa de cotización adicional para cada mes del período de cálculo en términos porcentuales; *B* es el beneficio recibido por los afiliados por el hecho de estar asegurados contra los riesgos de invalidez y sobrevivencia; *RI* es la remuneración imponible (se asume constante en términos reales durante todo el período); *r* es la rentabilidad real mensual de la CCI (por determinar en el cálculo); *n* es el periodo de cálculo del indicador e *i* es cada mes del periodo.

Si bien la caída en la tasas de rentabilidad de los sistemas de pensiones generó preocupación en los distintos países, tales descensos no deben ser tomados como un indicador del rendimiento de largo plazo de los sistemas. El balance en los sistemas de capitalización debe hacerse en un contexto de largo plazo equivalente al horizonte de tiempo con el que se invierten los ahorros para pensiones. El Gráfico 8 compara --para cada país-- la rentabilidad real anual promedio (simple) de los fondos invertidos desde el inicio de cada uno de los sistemas a tres fechas distintas: diciembre 2007, diciembre 2008 y junio 2009. Para cada uno de los periodos, la rentabilidad anual promedio histórica muestra valores positivos, que a junio del 2009 varían del 4% (Costa Rica) al 9% (Chile y Uruguay). La figura también muestra, que si bien, la crisis financiera mermó la rentabilidad promedio en los distintos sistemas, la importante recuperación que mostraron las rentabilidades durante el 2009 permitieron revertir la mayor parte del menor valor registrado durante el 2008.

Gráfico 8. Rentabilidad real promedio anual desde inicios de cada sistema
(valores en %)



Fuente: Elaboración propia con datos de AIOS.
Nota: Las cifras de Argentina llegan a octubre de 2008.

Este promedio, sin embargo, está fuertemente influenciado por las elevadas rentabilidades que se registran en los primeros años de funcionamiento del sistema. En aquel momento el tamaño de los fondos era relativamente pequeño, y por lo tanto las altas ganancias deberían tener mucho menos peso que las rentabilidades más moderadas de los últimos años, cuando las sumas acumuladas en los fondos son mucho más grandes.

En Chile, por ejemplo, históricamente la rentabilidad promedio asciende al 9% anual. Esta cifra corresponde a una promedio simple de la rentabilidad anual bruta obtenida por la inversión de los fondos desde el inicio del sistema en 1981. Sin embargo, si el mismo cálculo se hace ponderando la rentabilidad anual por el tamaño de los activos del mismo año, su promedio disminuye al 6%. En México el promedio anual simple alcanza el 6%, mientras que el promedio anual ponderado es del 4%. En Uruguay, por otra parte, el efecto de la crisis financiera sobre los retornos hace que esta diferencia sea aún más significativa: el promedio anual simple es del 9% y su promedio anual ponderado es del 3%.

El cálculo de rentabilidades permite observar el rendimiento de los fondos de pensiones. Sin embargo, el hecho de que no se hayan descontado los pagos de las comisiones que los afiliados han efectuado hace que no se refleje la rentabilidad neta de las mismas. Por tanto, esta medida no permite determinar cuán eficientes han sido las AFP comparadas con otras alternativas de ahorro.

Obviamente, contrastar la rentabilidad acumulada desde el inicio del sistema, a sabiendas de que no todos comenzaron a operar al mismo tiempo, resulta poco ilustrativo cuando se trata de observar el desempeño relativo de cada uno de los países. Estas diferencias en rentabilidades acumuladas pueden deberse a diversos factores, a saber, distintos criterios de valuación de las carteras, distintos niveles de eficiencia, diferencias en el desempeño de los mercados financieros de cada país (dado que las AFP tienen que invertir un porcentaje alto de su cartera en el mercado doméstico) o regulaciones propias sobre la constitución de la cartera. Además, la exigencia de invertir localmente una parte importante de los activos lleva a que los rendimientos estén altamente asociados con la situación económica y financiera de cada país.

3.3 Trabajadores expuestos a la crisis

En sistemas de contribución definida, los beneficios dependen directamente del valor de los activos mantenidos en las cuentas individuales y, por tanto, los riesgos son asumidos directamente los participantes. Por otra parte, el modelo de financiación de estos sistemas los vuelve vulnerables a una serie de riesgos económicos, como los retornos de activos financieros, la inflación y el crecimiento económico, lo cual puede conducir a pérdidas permanentes de ingresos. Una depreciación de los activos no repercutirá necesariamente en la situación de los trabajadores más jóvenes, pues pueden esperar una recuperación de los mercados globales a largo plazo. El problema se plantea para los trabajadores que se acercan de la edad de jubilación o que se hubieran retirado en medio de la crisis, para los cuales disminuciones importantes en el valor de los activos pueden llevar a pérdidas irreversibles de ingresos al momento de jubilarse.

Sin embargo, debido a que los sistemas de capitalización individual en América Latina son relativamente recientes, el número de trabajadores en condiciones de jubilarse a corto plazo es muy limitado. La distribución por edades muestra una importante concentración en los segmentos jóvenes, con el 76% por debajo de los 45 años y sólo menos de un 5% por encima de los 60 años. En Chile –el primer país latinoamericano en introducir un pilar basado en la capitalización-- sólo el 3% de los afiliados es mayor de 60 años (AIOS, 2009). Otros países, como Colombia y Uruguay, tienen un porcentaje

mucho más bajo (menor al 1%). Además, la depreciación de los activos no repercutirá necesariamente en la situación de los trabajadores más jóvenes, pues pueden esperar la recuperación de los mercados globales en el largo plazo (Cuadro 9).

Cuadro 9. Distribución porcentual por edades de los sistemas privados de pensiones, (*Junio de 2009*)

País	< 30	30-44	45-59	> 60	Afiliados (en miles)
Bolivia	26.2	42.7	23.4	7.7	1,223
Chile	30.1	40.3	26.2	3.3	8,505
Colombia	37.4	48.1	14.1	0.4	8,598
Costa Rica	39.5	35.2	20.6	4.7	1,800
El Salvador	41.2	42.7	14.5	1.5	1,886
México	31.5	43.8	18.3	6.4	39,196
Perú	30.5	47.5	19.2	2.8	4,373
R. Dominicana	48.2	35.8	12.9	3.0	1,908
Uruguay	25.5	50.3	23.8	0.5	876
Total	**32.8**	**43.8**	**18.8**	**4.7**	**68,365**

Fuente: Elaboración propia con datos de AIOS.

Por otra parte, la implementación del sistema de multifondos ha sido una medida importante para mitigar los riesgos relevantes asociados una caída abrupta del valor de los fondos de pensiones justo en el momento que la persona necesita o ha planificado pensionarse. En Chile, México y Perú los trabajadores de más edad están limitados en cuanto a la elección del tipo de cartera de inversión. Esta medida se estableció con el objeto de priorizar la estabilidad y la protección de lo ya acumulado. Así, mientras los trabajadores más jóvenes tienen tiempo para revertir las pérdidas (no realizadas) durante la crisis, los afiliados más próximos a retirarse han estado menos expuestos a los efectos de la crisis, dado que por ley no pueden invertir en los fondos más riesgosos y solamente pueden escoger entre aquellos más orientados a instrumentos de renta fija.

La regulación en Chile, por ejemplo, establece que los trabajadores de mayor edad con 10 o menos años para pensionarse por edad legal (hombres mayores de 55 años y mujeres mayores de 50 años de edad), no podrán optar por el fondo más accionario y sólo podrán escoger entre los cuatro fondos menos riesgosos (B, C, D y E). En forma similar, en Perú los afiliados hombres y mujeres mayores de 60 años no pueden invertir sus ahorros previsionales en el fondo más intensivo en renta variable y por tanto sólo pueden escoger entre los fondos 1 y 2. En México, la regulación es aún más estricta ya que establece que los afiliados hombres y mujeres mayores de 55 años de edad no tienen

capacidad de escoger y son asignados al fondo más conservador, SB1, que invierte sólo inversión en instrumentos de renta fija.

Si bien la implementación de esquemas de multifondos demostró ser un importante mecanismo mitigador de riesgos durante la crisis financiera, existe el peligro que la falta de conocimiento financiero entre los participantes pueda traer efectos no anticipados en el valor de los fondos acumulados. Si bien la elección de una estrategia de inversión óptima depende de características individuales tales como el grado de aversión al riesgo, capital humano, volatilidad esperada del salario y de la historia laboral, grupo familiar, otras fuentes de riqueza, etc., en la práctica la gran mayoría de los participantes de un sistema de pensiones no cuenta con los conocimientos suficientes para tomar una decisión acertada respecto a la inversión de sus fondos. Esto es cierto en cualquier sistema, donde existe abundante evidencia que el escaso nivel de conocimiento financiero no permite tomar decisiones básicas y se dan sesgos tales como elegir en base al desempeño pasado de los fondos.

En Chile datos proporcionados por la Encuesta de Protección Social 2006 muestra que un 56% de los participantes no conoce el sistema de multifondos, situación que se hace más extensiva entre los trabajadores de mayor edad. Por otra parte, el porcentaje de afiliados que conoce el número de fondos existentes no supera el 30% y cerca de un 60% no conoce cuál es el fondo más riesgoso.

En este contexto, los esquemas de multifondos en Chile, México y Perú establecen una estrategia por defecto para aquellos afiliados que no optan voluntariamente por un tipo de fondo (Cuadro 10). Esta opción por defecto es consistente con el ciclo de vida del individuo, donde la exposición en renta variable decrece con la edad con el objetivo de proteger al afiliado del mayor riesgo asociado a renta variable cuando esta cercano a pensionarse. Diferentes experiencias muestran que la opción por defecto está enfocada en dos grupos diferentes de individuos. El primer grupo incluye aquellos individuos que no tienen el compromiso y tampoco el conocimiento para administrar su fondo de pensiones, mientras que el segundo grupo incluye a aquellos individuos que sí tienen el compromiso para administrar su fondo de pensiones pero no tienen el suficiente conocimiento para hacerlo.

Cuadro 10. Distribución de afiliados que no escogen un tipo de fondo: Chile, México y Perú

Chile

Tipo de Fondo	*Hombres hasta 35 años Mujeres hasta 35 años*	*Hombres entre 36 y 55 años Mujeres entre 36 y 50 años*	*Hombres desde 56 años Mujeres desde 51 años*
Más conservador (E)			
Conservador (D)			
Intermedio (C)			
Riesgoso (B)			
Más Riesgoso (A)			

Notas: A: 80% accionario; B: 60% accionario; C: 40% accionario; D: 20% accionario; E: solo renta fija.

México

Tipo de Fondo	*Afiliados menores de 27 años*	*Afiliados entre 27 y 36 años*	*Afiliados entre 37 y 45 años*	*Afiliados entre 26 y 55 años*	*Afiliados mayores de 55 años.*
Más conservadora (SB1)					
Conservadora (SB2)					
Balanceada (SB3)					
Riesgosa (SB4)					
Más Riesgosa (SB5)					

Notas: SB1: solo renta fija; SB2: 15% accionario; SB3: 20% accionario; SB4: 25% accionario; SB5: 30% accionario.

Perú

Tipo de Fondo	*Hombres y mujeres hasta 60 años*	*Hombres y mujeres mayores 60 años*
Preservación (Tipo 1)		
Mixto (Tipo 2)		
Crecimiento (Tipo 3)		

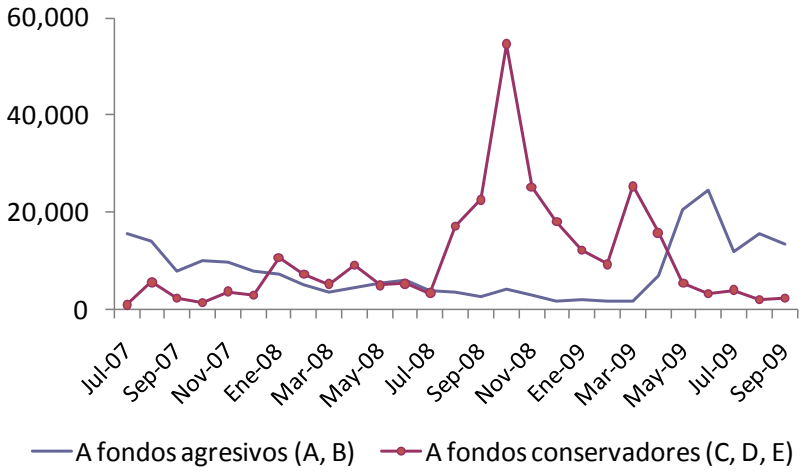
Notas: Tipo 1: hasta 10% en renta variable; Tipo 2 hasta 45% en renta variable; Tipo 3: hasta 80% en renta variable.

Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones (Chile), CONSAR (México) Superintendencia de Banca y Seguros (Perú)

Por otra parte, el escaso conocimiento financiero puede conducir a que algunos afiliados tomen decisiones que pueden llegar a ser irreversibles, como el traslado de los ahorros previsionales desde fondos más accionarios a fondos más conservadores en medio de la crisis financiera, realizando así todas las pérdidas financieras acumulados. En Chile, al analizar la ventana de tiempo entre agosto 2008 y abril 2009, período pre y post crisis financiera, se observa que la mayor parte de los afiliados no actuó precipitadamente frente a la baja de los valores del año 2008. El gráfico 9 muestra que durante ese periodo solo cerca de un 4% de los afiliados realizó cambios voluntarios desde fondos más

riesgosos (A y B) a otros más conservadores (C, D y E). Octubre fue el mes con mayor movilidad de participantes a fondos más conservadores: 54.568. Este mes coincide con los mínimos históricos de rentabilidad alcanzados por los fondos más accionarios.

Gráfico 9. Movimiento mensual de afiliados entre multifondos durante la crisis
(número de afiliados)



Fuente: Elaboración propia con información de Superintendencia de Pensiones.
Notas: Fondo A: 80% accionario; fondo B: 60% accionario; fondo C: 40% accionario; fondo D: 20% accionario; fondo E: 5% accionario.

3.4 Cambios en los portafolios de inversión de los fondos de pensiones

Una de las consecuencias inmediatas de la crisis financiera fue la tendencia hacia un aumento gradual de la deuda gubernamental y hacia una caída en acciones y emisores extranjeros. Sin embargo, muchas de estas variaciones pueden ser producto de un "efecto precio" (cambio en la valoración de los activos) y no de cambios en la estrategia de inversión de los fondos. Así, la proporción de activos invertidos en títulos públicos aumentó del 37 al 43% del total entre diciembre de 2007 y diciembre del 2008 y las inversiones en emisores extranjeros mostraron una tendencia decreciente disminuyendo del 20 al 16% durante igual periodo. En el mismo periodo, la inversión en acciones domesticas disminuyó del 14 al 12%, y mientras que cinco países tenían menos del 1%, Perú (tras una significativa disminución) superaba el 25% (Cuadro 11).

Cuadro 11. Inversión de los fondos de pensiones por tipo de activo

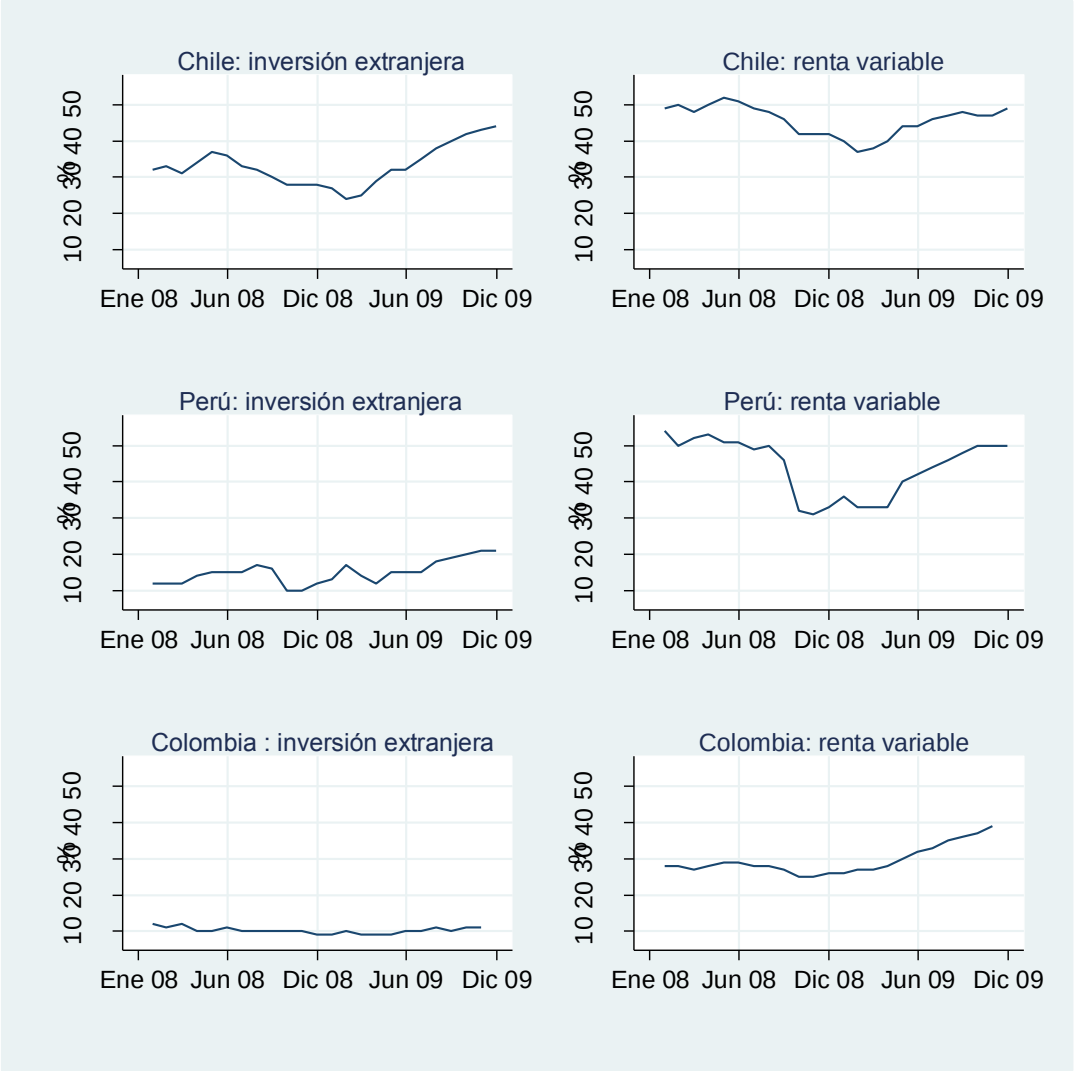
(valores como % del total del fondo)

País	Bonos de gobierno			Acciones domésticas			Inversión extranjera			Inst. financieras		
	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-07	Dic-08	Jun-09
Argentina	51	56	-	15	11	-	8	7	-	2	2	-
Bolivia	72	69	68	0	0	0	2	0	0	15	14	15
Chile	8	14	12	15	14	15	36	29	32	30	30	27
Colombia	44	48	46	22	20	25	12	9	10	8	10	9
Costa Rica	60	60	57	0	1	0	13	9	7	15	19	23
El Salvador	79	78	78	0	0	0	0	1	1	16	18	18
México	70	68	71	4	6	5	10	10	7	6	4	4
Perú	21	24	22	41	25	30	13	12	15	8	16	12
Rep. Dom.	19	39	40	0	0	0	0	0	0	80	52	52
Uruguay	58	58	59	0	0	0	0	4	3	39	32	33
Total	**37**	**43**	**40**	**14**	**12**	**13**	**20**	**16**	**18**	**17**	**17**	**16**

Fuente: Elaboración propia con información de AIOS.

Con el repunte generalizado de los mercados internacionales durante el 2009, la tendencia general hacia una gradual disminución de la deuda gubernamental a favor de acciones y emisores extranjeros se interrumpió. Entre enero y junio de 2009, la inversión promedio en bonos de gobierno disminuyó de 43 a 40%, mientras que la inversión en instrumentos extranjeros aumentó de un 16 a 18%. A nivel de país, a diciembre de 2009, los niveles de inversión en renta variable e instrumentos extranjeros para Chile y Perú fueron similares o levemente inferiores a los existentes previos a la crisis financiera. En Colombia, por otra parte, la inversión extranjera fue relativamente constante durante los periodos pre y post crisis, mientras que la inversión en renta variable mostró un importante aumento a partir de la recuperación de los mercados financiero (Gráfico 10).

Gráfico 10. Portfolio de inversión en Chile y Perú durante el periodo previo y posterior a la crisis
(valores como % del total del fondo)



Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones (Chile), Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Perú) y Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina).

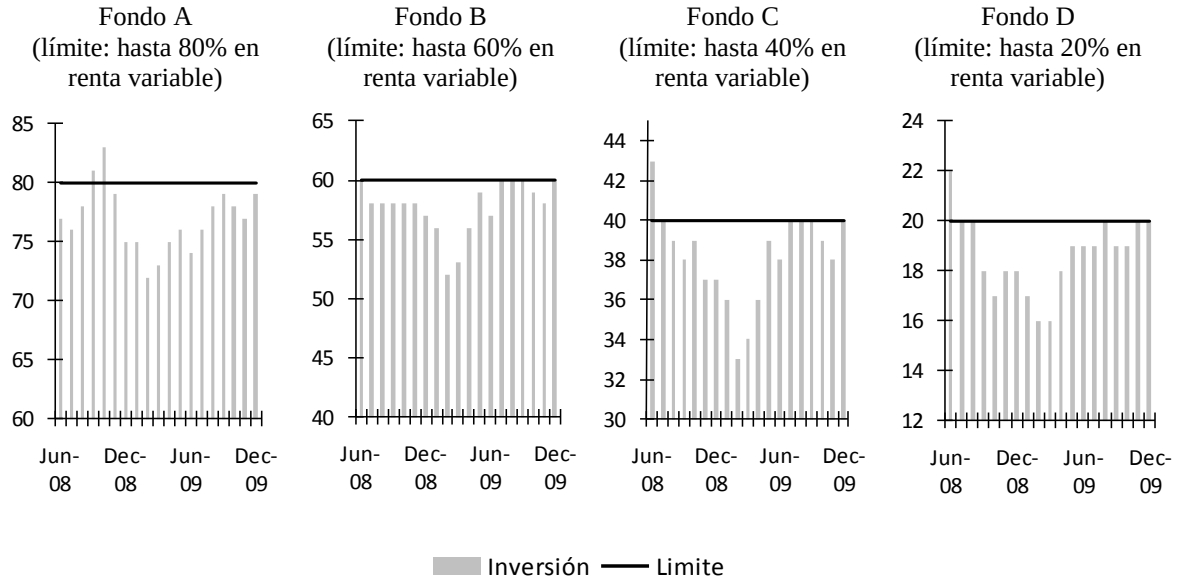
Chile es el país en América Latina con la menor concentración en instrumentos gubernamentales, sin embargo, durante el último semestre de 2008 la participación de estos instrumentos aumentó de 8 a 14%. En el mismo lapso, la participación de los instrumentos de renta variable en la cartera de los fondos de pensiones se redujo de un 50 a un 42%, llegando a un mínimo de 37% en febrero de 2009. Del mismo modo y dada la estrategia defensiva que emplearon la administradoras de fondos durante la crisis

financiera, la inversión en mercados externos disminuyó de un 37 a un 28% entre mayo y diciembre de 2008.

Tras la recuperación de los mercados internacionales, se observó un nuevo cambio en la composición de la cartera de inversión, aumentando la renta variable a un 49% en diciembre de 2009, cambio que refleja el alza de precios de las acciones en la mayor parte del año y un aumento del stock durante los últimos meses. La inversión en instrumentos extranjero mostró una tendencia similar alcanzando un máximo de 49% a fines de 2009, lo que refleja un amplio margen para la inversión externa, ya que el límite autorizado desde agosto de 2009 alcanzó un 60%. Este aumento se justificó por el mayor atractivo de la renta fija extranjera sobre la nacional, a la diversificación del portafolio, que se reflejó en un considerable aumento en la inversión en países de Asía emergente y Asia pacifico (la inversión en ambas regiones aumentó de un 6 a un 33% entre diciembre 2008 y diciembre 2009), y a la utilización del margen de inversión en renta variable para los distintos fondos. La inversión en bonos de gobierno e instrumentos de renta variable alcanzaron en igual periodo el 8 y 49% respectivamente, valores similares a los existentes previos a la crisis financiera.

Si se compara la inversión en renta variable para los distintos fondos y el límite de inversión en cada uno de ellos, se observa que hasta junio de 2008 la inversión fue cercana al límite legal (Gráfico 11). A partir de octubre, sin embargo, se registra un incremento en la brecha entre el límite y la inversión efectiva, que coincide con los retornos mínimos históricos que alcanzaron los fondos durante el 2008 (Gráfico 13). Desde junio a diciembre de 2009, el aumento en el valor de títulos accionarios volvió a estrechar los límites máximos para todos los fondos.

Gráfico 11. Inversiones en instrumentos de renta variable según tipo de fondo
(valores como % del total de activos)



Fuente: Elaboración propia con información de Superintendencia de Pensiones

En Perú, tras 15 años de funcionamiento del sistema privado de pensiones, los cambios en la rentabilidad de los distintos activos producto de la crisis financiera favorecieron fuertes transformaciones en la composición de la cartera de inversiones de los fondos. Por una parte, la inversión en instrumentos del gobierno (domésticos y extranjeros) como porcentaje del total de los activos se elevó del 23 al 29% entre junio y diciembre del 2008 (los bonos del gobierno peruano aumentaron de 16 a 24%), mientras que la inversión en instrumentos extranjeros cayó del 15 al 12%, con un mínimo de 10% en octubre (Gráfico 23).[7]

De igual manera, las inversiones en renta variable mostraron alteraciones importantes en el transcurso de 2008. La caída de la bolsa local hizo que durante el cuarto trimestres de 2008 se observara una disminución significativa en las participaciones en acciones y otros instrumentos de renta variable en los fondos de pensiones

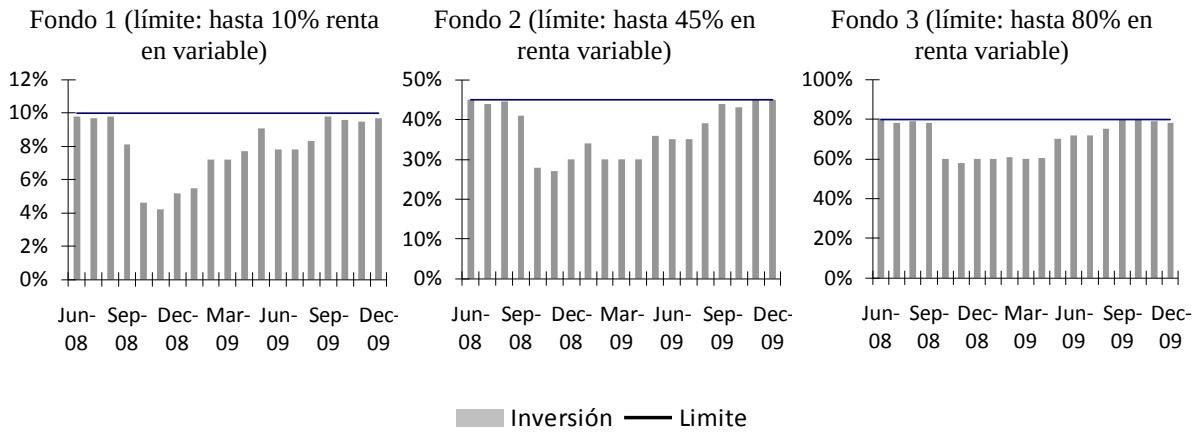
[7] El límite de inversión en instrumentos extranjeros en el sistema de pensiones peruano aumentó del 15 al 17% en diciembre de 2007, y en el mes de marzo de 2008 volvió a aumentar a un 20%. Adicionalmente, a principios de mayo de 2008 el Poder Ejecutivo elevó el límite legal de inversión en el exterior de 20% a 40%. Por otra parte, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP flexibilizó las normas de inversión en el exterior, permitiendo así invertir en fondos más riesgosos (con clasificaciones menores al grado de inversión BBB).

(principalmente acciones y ADR de empresas locales). Así, la proporción de activos invertidos en renta variable disminuyó significativamente de un 51%, en mayo de 2008, a un 31% a fines de noviembre del mismo año (Gráfico 24).

Sin embargo, a partir de enero de 2009, gran parte de la tendencia que se registró en 2008 se revirtió con el repunte de los mercados financieros. En el ámbito nacional, el crecimiento del índice accionario local favoreció un incremento de la participación en Acciones y ADR de Empresas Locales. Asimismo, se observó un crecimiento de la participación de las inversiones en Fondos Mutuos y en Acciones de Empresas ambos del exterior. Así, la inversión en renta variable aumentó de 18 puntos porcentuales entre enero y diciembre de 2009, de 36 a 50%. Sin embargo, todavía existe una pequeña brecha de los niveles previos a la crisis. La inversión en el exterior, por otra parte, aumentó de 13 a 21% durante igual periodo, con lo cual se alcanzó un nivel superior al que se registro en mayo de 2008. Como contraparte, se registró una disminución de las inversiones en bonos del gobierno peruano, disminuyendo de un 24 a un 19%.

Un ejercicio que compara el límite operativo de inversión en renta variable y la inversión efectiva para los distintos fondos muestra que hasta agosto de 2008 (pre-crisis) la inversión en cada uno de los fondos alcanzó el límite operativo. Sin embargo, en el Gráfico 25 se observa que a partir del mes de septiembre se registra una disminución importante en la inversión de renta variable y por tanto un aumento en la brecha entre el límite y la inversión efectiva, lo que coincide con los retornos mínimos históricos que alcanzaron los fondos durante el último trimestre de 2008. A partir del 2009, por otra parte, la inversión en renta variable ha crecido a los niveles existentes en el periodo pre-crisis (Gráfico 12).

Gráfico 12. Inversiones en instrumentos de renta variable según tipo de fondo (mayo 2008 - agosto 2009)
(valores como % del total de activos)



Fuente: Elaboración propia con información de la Superintendencia de Bancos, Seguros y AFP.

En Argentina, en el momento en que el gobierno decidió cerrar el sistema privado de pensiones, el portafolio de inversión de las AFJPs estaba fuertemente concentrado en deuda del estado y poca inversión en el extranjero. Al 31 de octubre de 2009, los títulos públicos (emitidos por la Nación y entes estatales) se mantuvieron como el instrumento de mayor participación, 55% del fondo. Esta cifra representó un aumento de más de cinco puntos porcentuales respecto a fines de 2008. Las reducciones más destacadas durante igual período correspondieron a acciones y títulos privados (de 17 a 12% del fondo) y a fondos comunes de inversión (de 9 a 3%). Por otra parte, hubo un fuerte aumento en la participación de depósitos en plazos fijos (de 3 a 10%).

3.5 Efecto sobre los niveles de cobertura y densidad de contribuciones

a. Cobertura

La frágil situación financiera también incidió sobre la cobertura de los sistemas capitalizados de pensiones. Esta situación se hace aún más evidente en los países de América Latina donde los planes de pensiones privados, dada su limitada cobertura, no permitan alcanzar el objetivo previsto: una reducción amplia de la pobreza en los grupos de la tercera edad. En la mayoría de los el sistema privado, una parte importante de la

población, específicamente trabajadores independientes e informal, no están cubiertos por la seguridad social. En algunos países de la región, estos segmentos representan hasta el 55% de la población económicamente activa (PEA). Por lo tanto, muchos latinoamericanos no cuentan con la cobertura de un sistema formal de ingreso seguro durante su vejez. En la actualidad, menos de una tercera parte de la PEA de la región cotiza regularmente al sistema de pensiones contributivas. Este promedio varía entre 60% para Chile y 13% para Bolivia y Perú.

Hay múltiples razones que se han discutido en la literatura para explicar esta baja cobertura, incluyendo factores estructurales asociados al mercado laboral, rasgos del diseño de los sistemas y sus incentivos, falta de una apreciación clara (miopía) de la necesidad de ahorrar para la vejez, confiabilidad del sistema, desconocimiento, baja capacidad de fiscalización de los aportes de las empresas, costos de formalidad empresarial, entre otros.

Con el objeto de hacer un diagnóstico respecto a los efectos adversos de la crisis financiera sobre los niveles de cobertura en los sistemas capitalizados, una primera aproximación es evaluar como ha sido el comportamiento de los cotizantes activos. Un análisis preliminar muestra que la tendencia a la baja en el número de cotizantes se presenta principalmente desde comienzos del 2009, lo cual se correlaciona positivamente con el incremento en los niveles de desempleo en la mayoría de los países de la región.[8] Entre diciembre de 2008 y junio de 2009, el número de cotizantes en los sistemas de capitalización en América Latina disminuyó en más de 900 mil trabajadores, equivalente a más del 3%. Este valor se atribuye en gran parte a que numerosas personas se retiraron del mercado laboral, y por tanto dejaron de aportar a su cuenta individual. Esta cifra, sin embargo, es un promedio ponderado y no refleja la situación en los distintos países de la región. En Colombia el número de cotizantes aumentó debido principalmente al ingreso de nuevos trabajadores al sistema. En El Salvador, Chile y México, sin embargo, la entrada de nuevos trabajadores al sistema no fue suficiente para compensar la fuerte caída en el número de cotizantes. En México, por ejemplo, el número de cotizantes disminuyó

[8] Un informe publicado por la OIT (Panorama Laboral, 2009) señala que durante el 2009 el desempleo en los países de América Latina aumentó en 2.2 millones de personas.

en un 6%, lo cual refleja que sobre 800 mil trabajadores dejó de hacer aportes durante este periodo.

Esta tendencia puede reflejar, por una parte, al número de personas que ha abandonado la fuerza de trabajo, tanto en forma voluntaria (por ejemplo las mujeres que dejan de trabajar para dedicarse al hogar) como involuntaria (cesantía), y por otra parte, a los trabajadores que pasan de empleos asalariados formales a empleos informales o independientes. Lo anterior se ve acentuado por los costos que significa tener toda la actividad en términos formales, es decir, no solo el costo previsional de los trabajadores, sino el cumplimiento con las restantes cargas laborales y con los impuestos sobre las actividades productivas, algo que no depende de la organización del sistema de pensiones. De hecho, ante la disponibilidad de un conjunto de políticas sociales no contributivas, ni condicionadas en el estatus laboral formal, un trabajador puede naturalmente preguntarse sobre la conveniencia de participar del sistema laboral formal para acceder a los beneficios de pensiones u otros componentes de la seguridad social (Levy, 2007).

Cuadro 12. Índices de cobertura de los sistemas de capitalización

País	Afiliados *(miles)*			Cotizantes *(miles)*			Índice de cotización *(%)*		
	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-07	Dic-08	Jun-09
Bolivia	1.078	1.167	1.223	510	503	536	47	43	44
Chile	8.044	8.372	8.505	4.329	4.572	4.368	54	55	51
Colombia	7.815	8.568	8.598	3.522	3.840	3.863	45	45	45
Costa Rica	1.646	1.747	1.800	1.126	1.195	1.195	68	68	66
El Salvador	1.579	1.817	1.886	567	566	559	36	31	30
México	38.532	39.064	39.196	14.710	14.170	13.372	38	36	34
Perú	4.101	4.296	4.373	1.699	1.770	1.752	41	41	40
Rep. Dominicana	1.648	1.838	1.908	854	885	910	52	48	48
Uruguay	773	842	876	453	510	565	59	61	64
Total	**65.216**	**67.713**	**68.366**	**27.770**	**28.011**	**27.118**	**43**	**41**	**39**

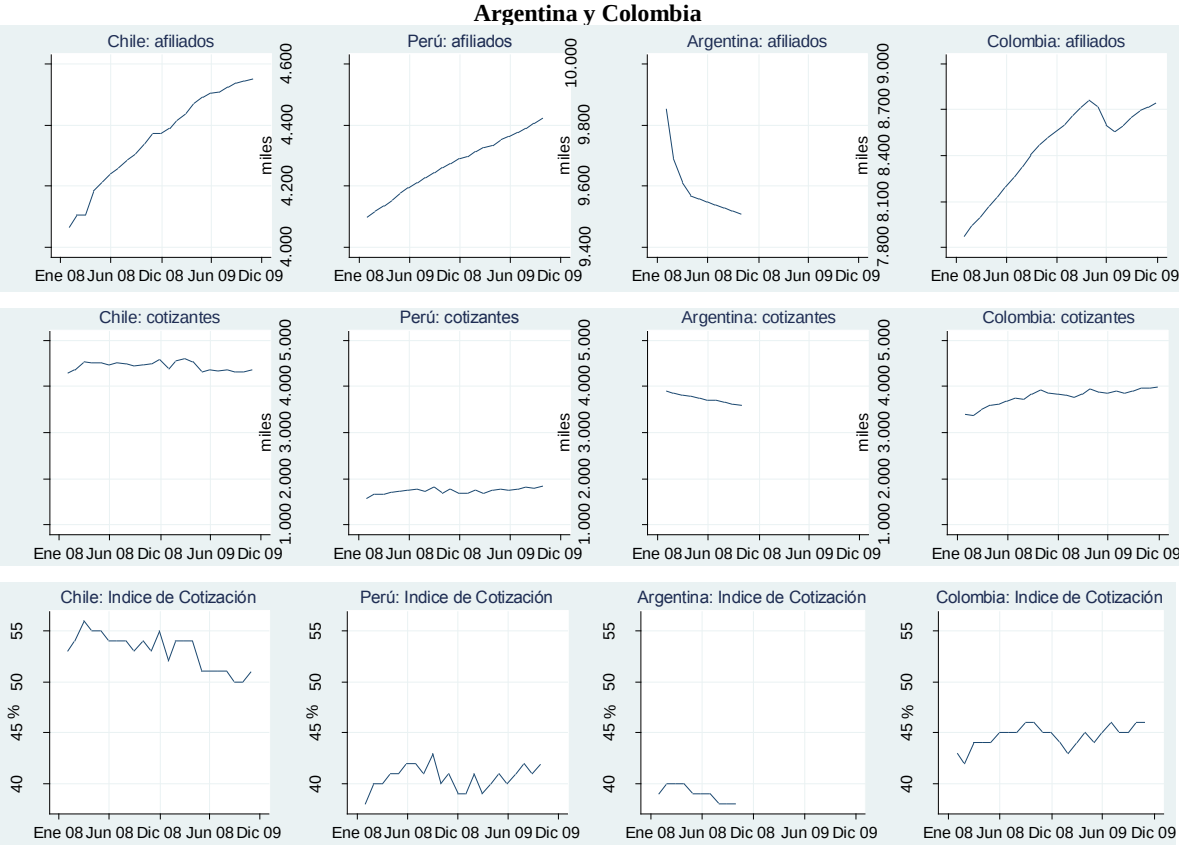
Fuente: Elaboración propia con información de AIOS.
Nota: Las cifras para Argentina se analizan al final de esta sección.

Enfocándose en una media alternativa de cobertura, que en la literatura se conoce como *Índice de Cotización*, la cual muestra la proporción de afiliados que hicieron efectivo su aporte, los efectos de la crisis fueron un poco más extensos que lo que señala el análisis previo. Si bien este indicador se comportó de manera relativamente estable durante los últimos años, desde el inicio de la crisis financiera, y sus consecuentes efectos sobre el mercado laboral, mostró una caída sostenida en la mayoría de los países de la

región. Entre diciembre 2007 y junio 2009, el Índice de Cotización a nivel regional cayó de un 43 a un 39%, debido a la naturaleza del indicador que expandió su denominador (el número de afiliados alguna vez registrado) a mayor velocidad que el numerador (cotizantes efectivos). Las mayores bajas durante este periodo se observaron especialmente en Bolivia, El Salvador y México.

El gráfico 12 muestra la evolución del número de afiliados, de cotizantes y el índice de cotización para el periodo pre y post crisis para Chile, Perú, Argentina y Colombia.

Gráfico 12. Número de Afiliados (miles), de Cotizantes (miles) e Índice de Cotización (%) para Chile, Perú, Argentina y Colombia



Fuente: Elaboración propia con datos de Superintendencia de Pensiones (Chile), Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Perú), CONSAR (México) y Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina).

Finalmente, un análisis de cobertura efectiva, entendida como la fracción de la población económicamente activa (PEA) que realiza aportes al sistema, muestra que la cobertura no supera el 60% en Chile y 58% en Costa Rica (Cuadro 13). Para el resto de

los países la situación es mucho más polarizada, con países como Argentina, Bolivia, Colombia, El Salvador y Perú donde dicha cobertura es exigua e inferior al 20% y países como México y Uruguay donde la cobertura supera el 30% pero es inferior al 40%. Entre diciembre 2008 y junio 2009, indicador disminuyó en 2 puntos porcentuales, del 28 al 26%, siendo Chile el país que más disminuyó.

Cuadro 13. Alcance de los sistemas de capitalización

País	Afiliados/PEA *(%)*				Cotizantes/PEA *(%)*			
	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Jun-09
Argentina	64	60	52		26	24	20	
Bolivia	27	28	30	31	13	13	13	13
Chile	113	114	115	117	58	61	63	60
Colombia	35	38	40	41	15	17	18	18
Costa Rica	79	82	85	87	52	56	58	58
El Salvador	49	53	60	63	18	19	19	19
México	84	84	86	87	31	32	31	30
Perú	32	32	34	33	11	13	14	13
Rep. Dominicana	36	40	43	45	19	21	21	21
Uruguay	45	47	50	53	26	28	31	34
Total	**64**	**64**	**67**	**67**	**26**	**27**	**28**	**26**

Fuente: Elaboración propia con información de AIOS.

b. Densidad de contribuciones

En un sistema de capitalización, con contribuciones definidas, los trabajadores recibirán al momento de retirarse una pensión que dependerá del número, monto y ordenamiento temporal de las cotizaciones, de su perfil de salarios, de su edad de retiro y la rentabilidad de los fondos. Bajo este escenario, la densidad o frecuencia con que los trabajadores efectúan cotizaciones al sistema previsional es un elemento clave para determinar el monto de la pensión. La densidad de cotización "representa la proporción del tiempo de vida activa del trabajador en la que se hicieron aportaciones regulares a la seguridad social.

Para los individuos con densidades extremadamente bajas, es difícil pensar que el sistema de pensiones les otorgue una pensión con una tasa de reemplazo razonable. Esto puede ser preocupante en aquellos países que requieren una densidad de contribuciones mínima para tener acceso al derecho de garantía estatal de pensión mínima[9]. En este

[9] En los sistemas de capitalización individual, el Estado suele garantizar una pensión mínima a los asegurados que no han logrado acumular un monto suficiente en su cuenta individual.

contexto, el complejo escenario de la crisis internacional y sus consecuencias sobre el empleo en nuestra región puede generar dos efectos no anticipados: (i) disminución sobre la densidad de contribuciones de los trabajadores y sus consecuentes efectos sobre la tasa de reemplazo, y (ii) agravar la situación de ciertos grupos vulnerables como son los trabajadores independientes y aquellos con periodos prolongados de desempleo, quienes no lograrán acceder al beneficio de pensión mínima pues en su gran mayoría cuentan apenas con aportes reducidos y no podrán reunir el requisito mínimo meses de cotizaciones para ser elegibles para este beneficio. Esta última situación resulta más compleja dado el aumento en el número de personas desempleadas, que durante el 2009 aumentó en 2,2 millones (OIT, 2009).

La densidad media estimada para Argentina, Chile y Uruguay son del 49%, el 52% y 61% respectivamente (Fajnzylber y Repetto 2008). Para Argentina, estimaciones de la OIT (2005) indicaban que casi la mitad de las personas mayores de 50 años de edad en 2001 tenían una densidad tan baja que no estaría en condiciones de ser jubilados al llegar a la edad mínima legal, aunque desde ese año en adelante contribuyeran de manera continua hasta que la edad legal de jubilación.

En Chile, estudios publicados durante los años 2005 y 2006 (previo a la implementación de la nueva reforma de pensiones del 2008), sugerían que de mantenerse el comportamiento de los trabajadores en el sistema, una gran parte de la población no iba a estar en condiciones de financiar una pensión mínima y no calificaría tampoco para la obtención de una pensión mínima garantizada (la cual requería 20 años de aportes). Los resultados de una de estas proyecciones, en términos del nivel de cobertura proyectado, señalaban que entre 2020 y 2025, sólo la mitad de los trabajadores obtendrían durante su vejez una pensión superior a la mínima, el 2% obtendría la pensión mínima y el restante 46% sólo podría acceder a una pensión autofinanciada inferior a la mínima o a una pensión asistencial (Bernstein, Larraín y Pino, 2006).

Para Uruguay, las proyecciones de Bucheli et al. (2005) basada en la historia laboral de los trabajadores para el período 1996-2004 indicaban que sólo el 13% de los trabajadores alcanzarían los 35 años de cotizaciones a los 60 años de edad y que el 28% los alcanzaría a los 65 años de edad.

En este contexto, no es casual que los tres países mencionados anteriormente hayan introducido cambios en sus sistemas de pensiones: Argentina, 2005-2007 y noviembre 2008; Chile, marzo 2008; y, Uruguay, octubre 2008.

Una nueva reforma del sistema de pensiones chileno aprobada en enero de 2008 busca resolver estas deficiencias. El nuevo sistema otorga beneficios mínimos a aquellas personas que por diversas razones no tuvieron la capacidad de cotizar con regularidad para su vejez y que por tanto no iban a estar en condiciones de financiar una pensión mínima y no calificaría tampoco para la obtención de la pensión mínima garantizada. Estos beneficios se administraran bajo un nuevo pilar redistributivo, el Sistema de Pensiones Solidarias, el cual se implementará gradualmente entre 2008 y 2012 y será financiado a partir de los ingresos generales del presupuesto gubernamental y no requiere de contribuciones. Este es el componente más importante de la reforma de 2008, ya que extiende en forma significativa el nivel de cobertura del sistema, garantizando que todos los adultos mayores en Chile que no cuenten con otras fuentes de financiamiento en la vejez tendrán acceso a algún tipo de protección.

El Sistema de Pensiones Solidarias reemplaza la pensión mínima garantizada, que proporcionaba un piso a las pensiones de aquellos individuos que habían aportado por lo menos 20 años; y el programa de Pensiones Asistenciales (PASIS) para los individuos pobres que no tenían derecho a cobrar una pensión contributiva. El nuevo sistema establece un esquema único que garantiza que todos los individuos mayores de 65 años que pertenezcan al 60% más pobre de la población tendrán acceso a una pensión básica garantizada independientemente de su historial contributivo[10]. En este contexto, el Sistema de Pensiones Solidarias si bien apunta a mejorar los niveles de cobertura del sistema, también permite mitigar los riesgos financieros de aquella parte de la población más vulnerable ante futuras crisis financieras.

Los individuos que no hayan realizado aportes tienen derecho a cobrar una Pensión Básica Solidaria (PBS) de vejez si son mayores de 65 años y cumplen con los

[10] El esquema será aplicado gradualmente: en el primer año, a partir de julio de 2008, la Pensión Básica Solidaria será equivalente a US$ 137 y estará restringida al 40% más pobre de la población. Este beneficio se incrementará a aproximadamente US$ 172 en Julio de 2009, cubriendo al 45% de los individuos de menores ingresos. El esquema de beneficios final entrará en vigencia en julio de 2012 y cubrirá al 60% más pobre de la población.

requisitos de afluencia y residencia.[11] Los individuos que realizaron aportes, pero que financian una pensión por debajo de un determinado umbral (la Pensión Máxima con Aporte Solidario, PMAS), tienen derecho a recibir un Aporte Previsional Solidario (APS), con los mismos requisitos de afluencia y residencia.

Recuadro 1. Reforma a la reforma del sistema de pensiones en Chile

El 11 de marzo de 2008 fue promulgada la Ley 20.255 de reforma al sistema de pensiones chileno. Se trata de uno de los cambios más profundos que se le han introducido en muchos años. El nuevo sistema refuerza el esquema de tres pilares: el primero, para proteger a aquellas personas que no ahorraron para su vejez en ningún sistema de pensiones, financiado con recursos públicos; el segundo, de ahorro obligatorio y capitalización individual, y el tercero de ahorro voluntario.

La reforma fue el resultado del trabajo en equipo de un amplio grupo de personas que, partiendo de la propuesta del Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, planteó la necesidad de hacer el cambio más relevante al sistema de pensiones chileno desde su creación en el año 1980. La reforma recogió las principales falencias detectadas, a saber, baja cobertura, baja calidad en los beneficios y efectos fiscales negativos. A partir de allí se creó un sistema basado en la solidaridad y la equidad, fortaleciendo el papel del Estado y perfeccionando la actual industria de las AFP.

La transformación más importante es la creación del Sistema de Pensiones Solidarias que permite, por un lado, entregar una pensión básica solidaria (PBS) a las personas que se encuentren en la pobreza y que no hayan efectuado ahorros para financiar su pensión, y por otro, otorgar un aporte previsional solidario (APS) para aquellos cuyos ahorros resulten insuficientes. Estos beneficios reemplazan las pensiones asistenciales y la garantía estatal de pensión mínima, mecanismos a través de los cuales se daba cobertura a quienes no podían financiar su pensión o cuando ésta era inferior a la mínima.

El sistema de pensiones solidarias comenzó a implementarse exitosamente en julio de 2008. Durante este primer año de vigencia beneficiará a aproximadamente 610.000 personas, y su aplicación gradual permitirá que sus productos vayan aumentando con el tiempo, beneficiando a un número cada vez mayor de individuos hasta alcanzar a 1,3 millones de beneficiarios en 2012.

Con la nueva reforma también se pondrá en marcha un conjunto de medidas para garantizar la equidad entre mujeres y hombres en el sistema previsional, entre ellas la de un bono por cada hijo nacido vivo. También se aumentará el aporte a las cuentas de capitalización de las mujeres, producto de la separación por género del seguro de invalidez y sobrevivencia. Asimismo, por razones de cuidado del hogar y de la familia, las mujeres serán las principales beneficiarias del Sistema de Pensiones Solidarias, dado que éste no tiene requisito de número de cotizaciones.

La reforma también brindará una mayor cobertura para los trabajadores independientes. En este sentido se implementará un conjunto de medidas destinadas a aumentar la cobertura de los trabajadores independientes, igualando sus derechos y obligaciones previsionales con relación a los de los trabajadores dependientes. Los trabajadores independientes tendrán acceso a todos los

[11] El test de afluencia es una forma de test de ingresos utilizado para determinar si una persona pertenece al 40% más rico de la población (60% en el primer año).

beneficios del Sistema de Pensiones Solidarias y a la Asignación Familiar, además de que podrán afiliarse a las cajas de compensación.

Del mismo modo, la reforma favorecerá una mayor competencia entre las distintas AFP privadas, con el objetivo de alcanzar menores cobros y mejores condiciones para los afiliados. Se creará también una nueva institucionalidad que permita otorgar eficientemente los nuevos beneficios del sistema. Este proyecto contempla la creación del Instituto de Previsión Social (IPS) y de los Centros de Atención Previsional Integral (Capri), para atender adecuadamente las necesidades de los trabajadores. También se creará la Superintendencia de Pensiones para mejorar el control y la fiscalización del sistema previsional. La reforma comprende además las siguientes medidas:

- *Se promoverá la participación en el sistema de pensiones*. Se creará una Comisión de Usuarios integrada por pensionados, trabajadores y representantes de los organismos administradores del sistema. Allí se recogerán las opiniones y evaluaciones sobre la marcha de la reforma. De igual manera, la reforma crea un Fondo para la Educación Previsional, con tres objetivos claros: difusión, promoción y educación del nuevo sistema previsional, a través de fórmulas concursables.

- *Se creará un subsidio a las cotizaciones de los trabajadores jóvenes de bajos ingresos y se les dará un aporte similar a su cuenta de capitalización individual*. Ello con el objeto de contribuir al empleo juvenil, a su formalización y al ahorro previsional. El subsidio se entregará durante los primeros 24 meses de empleo, para personas de entre 18 y 35 años cuyo ingreso mensual no sea superior a 1,5 vez el salario mínimo. El subsidio está compuesto por dos tipos de aportes: un subsidio a la contratación, equivalente a la mitad de la cotización por salario mínimo y un aporte directo a la cuenta de capitalización individual del trabajador joven por el mismo.

- *Se crearán las condiciones que permitan aumentar la rentabilidad de los fondos que administran las AFP*. Para ello se ampliarán las alternativas de inversión tanto en Chile como en el exterior. Cuanta mayor rentabilidad logren las AFP con sus fondos, mejores pensiones tendrán sus afiliados. Además, se creó un consejo técnico de inversiones para dar propuestas a la superintendencia del ramo. Éste tendrá a su cargo la elaboración del régimen de inversiones que crea la futura ley.

- *Se promoverá el ahorro previsional voluntario entre los trabajadores a través del desarrollo de planes de pensiones basados en el ahorro previsional voluntario y colectivo (APVC*). El proyecto contempla además que los aportes realizados a planes de ahorro previsional voluntario (APV) o APVC sin beneficio tributario puedan ser retirados exentos de impuestos.

- *Se garantizará la disciplina y transparencia fiscal*. Los nuevos beneficios previsionales serán financiados de un modo responsable y sostenible que garantice la solidez financiera del sistema de pensiones en el tiempo. La transparencia se garantizará mediante el diseño de un régimen presupuestario que dé cuenta de los compromisos fiscales, tanto transitorios como permanentes.

- *Se favorecerá una mayor competencia y menores costos en el sistema de AFP*. Se establece un mecanismo de licitación anual para los nuevos afiliados al sistema, los que se estiman son entre 100.000 a 150.000 por año. En concreto, los trabajadores que parten en el mundo laboral serán asignados -en un período de doce meses- a la administradora de fondos de pensiones (AFP) que les ofrezca la menor comisión en el proceso.

En Uruguay, una nueva ley fue implementada en octubre de 2008, la cual flexibilizó las condiciones de accesos para obtener el beneficio de pensión mínima. La ley reduce de 35 a 30 los años requeridos para acceder a este beneficio. La nueva regulación también otorga a la mujer un año de cotización por cada hijo, permite retirarse a los desempleados con 28 años de servicio y 58 años de edad, y concede una pensión social no contributiva a personas de 65 años de edad y menores de 70 que integren hogares donde existan carencias críticas en sus condiciones de vida (Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay, 2009).

4. La nacionalización de los fondos de pensiones privados en Argentina

En noviembre de 2008, el Congreso de Argentina aprobó la disolución del sistema privado de pensiones creado en 1994, y fusionó los regímenes mixto y de reparto en un único sistema estatal, el cual se denominará Sistema Integrado Previsional de Argentina (SIPA). Todos los trabajadores que en un momento habían optado por salirse del sistema público de pensiones para asegurar una pensión mediante una cuenta de capitalización fueron forzados a reintegrarse al sistema estatal. El nuevo sistema supone el traspaso de la totalidad de activos (casi US$ 31.000 millones) y afiliados (más de 9,5 millones) desde el sistema privado de pensiones a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), entidad previsional del Estado. Así, la industria de administradoras de fondos privados (AFJP), la cual se había empezado a desarrollar a partir de 1994, dejaría por lo tanto de existir.

Mucho antes que el gobierno argentino anunciará su decisión, el sistema de capitalización individual argentino ya había empezado a ser fuertemente criticado. En este contexto, en marzo de 2007 se implementó la ley de "libre opción jubilatoria" la cual otorgó a los trabajadores que aportaban al sistema privado tuvieran la posibilidad de pasar al sistema estatal. Inicialmente, todos los trabajadores que habían optado por pertenecer al régimen de cuentas individuales se veían privados de retornar al régimen de reparto y destinar sus cotizaciones al Estado[12]. De igual manera, esta nueva alteró ley los mecanismos relativos a la afiliación de los trabajadores. La reforma de 1993 estableció que los nuevos trabajadores que no ejercían una opción explícita por vincularse al sistema de reparto, serían asignados al sistema de capitalización. Entre el 80 y 90% de los nuevos trabajadores fueron incorporados al sistema privado a partir de este mecanismo (Rofman et. al., 2008). La ley de libre opción jubilatoria revertía esta opción por omisión. Como resultado de esta reforma, cerca del 16% de los trabajadores decidió pasarse de manera voluntaria del sistema de capitalización al sistema de reparto, mientras que el resto de los afiliados decidió permanecer en el primero.

[12] El traspaso al régimen de reparto no implica el traspaso de fondos acumulados en el sistema privado hacia el público.

Si bien gran parte de la literatura existente reconoce que la transición a la cuentas individuales mejoró la sostenibilidad fiscal y tuvo beneficios macroeconómicos importantes, algunas de las críticas frecuentes al sistema de pensiones privado eran que no garantizaba un ingreso estable durante la vejez, que la cobertura no era considerablemente más alta que lo que había sido bajo el sistema anterior y que los administradores de pensiones cobraran comisiones muy altas. Sin embargo, muchas de estas limitaciones no pueden ser atribuidas completamente al sistema del sistema de capitalización, sino que al marco institucional bajo las cuales operaban los actores del sistema.

Recuadro 2. Principales aspectos de las reformas del sistema de pensiones argentino

1. Reforma estructural al sistema de pensiones de cuentas individuales (marzo 2007)

- *Libre opción jubilatoria*. Con el anterior esquema, todos aquellos trabajadores que habían optado por pertenecer al régimen de cuentas individuales se veían privados de retornar al régimen de reparto y destinar sus cotizaciones al Estado. Es decir, debían permanecer afiliados al régimen de capitalización hasta el momento de obtener un beneficio jubilatorio. Con la reforma, desde el 12 de abril de 2007 todos los trabajadores que cotizan al sistema de seguridad social tienen la libertad de elegir qué régimen jubilatorio quieren y creen que necesitan para su futuro. Tenían 180 días hábiles para ejercer la opción, es decir, hasta el 31 de diciembre de 2007. A partir de dicha fecha, la opción se reabrirá cada cinco años. El traspaso al régimen de reparto no implica el traspaso de fondos acumulados en el sistema privado hacia el público. En esta primera posibilidad de traspaso no existe límite de edad; sin embargo, a partir de 2012 sólo podrán traspasarse mujeres menores de 50 años y hombres menores de 55 años.

- *Afiliación automática al régimen de reparto*. En el momento en que una persona se incorpora por primera vez al mercado laboral, debe optar por dirigir sus cotizaciones a alguno de los dos regímenes vigentes: reparto o capitalización. Antes de la reforma, si la opción no era ejercida, el trabajador era afiliado automáticamente al régimen de capitalización. La reforma modifica esta afiliación automática, y a partir de su implementación será al régimen de reparto el elegido, en caso de que el trabajador no ejerza la opción dentro de noventa días de iniciada la relación laboral.

- *Comisiones y topes salariales*. Se fija en 1% el tope máximo deducible de las cotizaciones por concepto de comisión de administración. Con respecto al financiamiento de las prestaciones de invalidez y fallecimiento, éstas se financiaran a partir del 1° de enero de 2008 mediante la constitución de un fondo de aportes mutuales por cada administradora de fondos de pensiones, en lugar del mecanismo vigente que requiere el pago de una comisión por afiliado para financiar el seguro colectivo de invalidez y fallecimiento.

- *Transferencia automática al régimen de reparto*. Los hombres mayores de 55 años y las mujeres mayores de 50 años que estén afiliados al régimen de capitalización y que no hayan acumulado más de ARS 20.000 en su cuenta de capitalización individual, serán transferidos automáticamente al régimen de reparto, salvo negativa expresa del trabajador. Dicha

transferencia implica la transferencia de los saldos acumulados hacia el Estado. De este modo, se trata de evitar que el bajo nivel de fondos acumulados resulte en una prestación insuficiente.

- *Modificación de la regla de cálculo de prestaciones en el régimen de reparto*. La parte de la prestación total pagadera por cotizaciones efectuadas al régimen de reparto luego de la reforma previsional de 1994, a saber, la prestación adicional por permanencia, aumenta de 0,85% a 1,5% por cada año de servicio con aportes a dicho régimen, porcentaje aplicable al promedio de los salarios de los últimos diez años. Esta modificación rige para beneficios solicitados a partir de julio de 2007.

- *Régimen de inversiones*. Deberá invertirse como mínimo un 5% y hasta un máximo de 20% de la cartera de inversiones de cada administradora en instrumentos cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura de mediano y largo plazo en Argentina.

2. Ley del Sistema Integrado Previsional Argentino (noviembre 2008)

- Se transforma el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), conformado por el Régimen Previsional Público (RPP) (reparto, beneficio definido) y el Régimen de Capitalización (RC), en el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), compuesto por el RPP. Se elimina el régimen de capitalización y con esto los afiliados pierden su derecho a optar por el régimen previsional de su preferencia y la pertenencia directa de su cuenta de ahorro previsional, por el cuál han aportado y contribuido a los gastos del sistema desde 1994.

- Los aportes personales (11% del salario) de los trabajadores en relación de dependencia, y de los trabajadores independientes que están afiliados al régimen de capitalización, comenzarán a ingresar al régimen previsional público tras la entrada en vigencia de la ley. Los recursos líquidos generados mensualmente por el sistema privado de pensiones (11% del salario), equivalentes a unos US$9.000 anuales, van a ser administrados por el nuevo régimen previsional público.

- Los años aportados al régimen de capitalización se consideran para la historia previsional del trabajador (el requisito para el acceso a la pensión por vejez es: 60 años de edad para las mujeres y 65 para los hombres, más 30 años de aportes).

- La masa de afiliados al sistema privado (9,5 millones de afiliados y 3,6 de cotizantes) ve cambiada su estructura técnica de beneficios a obtener. Los trabajadores del sistema privado pasan de un régimen que basa su pensión en la capitalización de sus aportes, a un régimen de beneficios definidos en función de la prestación adicional por permanencia (1,5% por año cotizado después de 1994 por el salario promedio de los últimos 10 años antes del cese en actividad).

- Los beneficios de los aproximadamente 300.000 beneficiarios en curso por vejez, invalidez definitiva y muerte que se estaban percibiendo su pensión bajo la modalidad de retiro programado, se calcularán con el mejor valor cuota del periodo entre enero y septiembre de 2008 (para evitar la reciente caída en el valor cuota). Por otra parte, los beneficios de los aproximadamente 150.000 beneficiarios por vejez, invalidez definitiva y muerte que se estaban percibiendo bajo la modalidad de renta vitalicia previsional no tuvieron modificaciones y continuaron a cargo de las compañías de seguros de retiro.

- La industria de AFJP podrá reconvertirse (eliminación del "giro único") para administrar ahorro previsional voluntario. Se derogan las desgravaciones impositivas al ahorro previsional voluntario que se realizan bajo las formas de imposiciones voluntarias o depósitos convenidos (deducción del ingreso mensual a los efectos del impuesto a las ganancias).

- Las compensaciones que pudieran corresponder a las AFJP no podrán superar el valor máximo equivalente al capital social, a definir en la reglamentación, y se realizarán con la entrega de títulos públicos nacionales.

- Los fondos de jubilaciones y pensiones acumulados en las cuentas individuales de los afiliados al régimen de capitalización se transferirán a ANSES e integrarán los recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público del Régimen de Reparto (FSG). Los recursos del fondo podrán ser invertidos, entre otros instrumentos financieros, en cuentas remuneradas del país o del exterior, o en la adquisición de títulos públicos o valores locales o internacionales de reconocida solvencia, y/o cualquier tipo de inversión habitual en los mercados financieros. La administración del fondo contará con la asistencia de un Comité de Administración de Inversiones integrado por el Director Ejecutivo de ANSES, el Secretario de Finanzas y el Secretario de Hacienda, ambos del Ministerio de Economía.

- La finalidad del FGS será la de: (i) atenuar el impacto financiero que sobre el régimen previsional público pudiera ejercer la evolución negativa de variables económicas y sociales; (ii) constituirse como fondo de reserva, a fin de instrumentar una adecuada inversión de los excedentes financieros del régimen previsional público, garantizando el carácter previsional de los mismos; (iii) contribuir a la preservación del valor y/o rentabilidad de los recursos del Fondo; (iv) atender eventuales insuficiencias en el financiamiento del régimen previsional público a efectos de preservar la cuantía de las prestaciones previsionales.

Una de las principales razones esgrimidas por el gobierno argentino para estatizar el sistema privado de pensiones fue la de proteger los ahorros de los futuros jubilados del régimen de capitalización de la caída que estaban sufriendo los fondos como resultado de la crisis financiera internacional. La menor valoración de acciones y bonos produjo entre mayo y octubre de 2008 una caída en el valor de los activos de los fondos cercana a US$9 mil millones, equivalente al 28%.

A diferencia de lo ocurrido en otros países de la región, donde la desvalorización de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones constituyó sólo una pérdida contable factible de recuperación a partir de la reactivación de los mercados financieros (como se demostró en Chile, Perú y México durante el 2009), la estatización del sistema privado de pensiones en la Argentina significó una perdida efectiva en el valor de los activos. Por otra parte, al traspasar al estado los activos de los fondos de pensiones, las pensiones pasarán a determinarse de acuerdo a las normas del régimen de reparto. Al

mismo tiempo, la reforma traspasó a un organismo estatal las inversiones de los fondos en activos emitidos por el propio gobierno, equivalentes a un 56% de los fondos previamente administrados por las AFJP.[13] Dicho organismo resolverá sobre el cobro o refinanciación de los bonos estatales en el futuro.

Otra de las razones aludidas para la estatización del sistema privado de pensiones fue la baja rentabilidad del sistema de capitalización y la generación de bajas tasas de reemplazo que generaba el sistema. Desde agosto de 1994 a octubre de 2008, la rentabilidad real del sistema promedió un 7% anual, claramente afectada por la crisis financiera global. Sin embrago, la rentabilidad obtenida por los fondos de pensiones en Argentina es inseparable de decisiones de política del propio gobierno. En efecto, la rentabilidad promedio anual de los fondos de las AFJP fue bastante razonable hasta mediados del 2000 (12%), fecha a partir de la cual comenzó a aumentar la inversión de las AFJP en bonos del gobierno, hasta alcanzar a un 78% de sus activos en el 2001. Luego de la cesación de pagos de la deuda de 2001, y a partir de enero de 2005, las AFJP debieron aceptar canjear estos bonos a un tercio de su valor nominal, lo cual significó un fuerte impacto sobre la rentabilidad de los fondos acumulados por los aportantes.

De igual manera, no es posible desligar la rentabilidad del sistema de capitalización de las decisiones de inversión de las administradoras de fondos de pensiones, las cuales estuvieron sujetas desde un principio a fuertes regulaciones que incluían límites máximos cuantitativos sobre cada clase de activo y emisor. Los límites máximos sobre las inversiones en instrumentos extranjeros, por ejemplo, fueron de 10%. Además existía una forma indirecta de regulación de las inversiones a través de garantías explícitas de rentabilidad. Cada AFJP tenía que garantizar una rentabilidad mínima definida como el promedio de la industria menos una desviación permitida. El inconveniente de este tipo de garantía es que les dio incentivos a las AFJP para no alejarse del promedio del sistema, lo que favoreció el llamado "efecto manada" o tendencia a imitar las acciones de otros. Este efecto manada resulto más evidente en las inversiones en el extranjero (Aguste y Artana, 2006). Un estudio de de la Superintendencia de Administradoras de Fondos para la Jubilación y el Retiro muestra

[13] SAFJP, 2008.

que a diciembre de 2007, más de la mitad de activos en el extranjero estaban concentrados en dos empresas, profundizándose la concentración de estas inversiones en un reducido número de instrumentos.

En este contexto, las restricciones a las inversiones de los activos obstaculizaron la diversificación del portafolio y favorecieron inversiones en activos menos atractivos. Esto, por tanto, se tradujo en una disminución de los rendimientos y aumento de la volatilidad, la cual se volvió particularmente obvia durante la crisis argentina de 2001. Sin embargo, esto claramente no constituye una característica inherente de los sistemas de capitalización privada, sino más bien en la intervención política de sus actividades.

Una restricción adicional, fue la obligación de las AFJP de ofrecer solamente un fondo de pensiones a todos sus afiliados, por lo cual los afiliados no tuvieron la opción de poder seleccionar el portafolio de inversión compatible con sus preferencias de riesgo y retorno. Esta regulación implicó que el riesgo de la cartera de activos financieros de los fondos de pensiones estuviese asociado al horizonte de inversión de un afiliado promedio y no diferenciado de acuerdo con las distintas edades de los afiliados. En Argentina, el 30% de los afiliados al sistema privado era menor de 30 años y solamente el 5% tenía más de 60 años. Bajo el esquema de portafolio único, los afiliados de mayor edad compartían el mismo riesgo de inversión que los afiliados más jóvenes, por lo cual se vieron expuestos de igual manera por los efectos negativos de la crisis financiera.

Por otra parte, una de las principales expectativas iniciales de la implementación del sistema privado fue que alcanzara un grado de cobertura mucho más amplio que el antiguo sistema vía una disminución de los incentivos de evadir la participación al cambiarse al empleo informal o auto-empleo. Sin embargo, es difícil poder asumir que una reforma de pensiones por sí sola pueda superar deficiencias estructurales fundamentales del mercado laboral. Un estudio de de Soto (2000) muestra que en países en que la economía extralegal no es la excepción, sino más bien la norma, no es realista presumir que los trabajadores eligen voluntariamente el sector formal.

En el sistema privado, el número de cotizantes al sistema privado de pensiones como porcentaje de la PEA se ha mantenido en torno al 20-25% durante los últimos 8 años, con un nivel mínimo de 16% durante la crisis de 2001-2002.

Estos resultados, sin embargo, no son consecuencia directa del diseño del sistema privado de pensiones, sino que responden a una serie de factores tales como: (i) la estrecha vinculación con las tendencias macroeconómicas atravesadas por el país (la tasa de desempleo en el país alcanzó un 9% en el 2008, con un nivel máximo de 25% en el 2002); (ii) la alta proporción de trabajadores que no estaban obligados a aportar al SIJP; (iii) la opción establecida a partir del año 2000 por un régimen simplificado o "monotributo"; (iv) los menores niveles de cumplimiento; y, (v) la proliferación de mecanismos de contratación informal.[14]

En términos de cobertura previsional, dos nuevas regulaciones implementadas durante los últimos años tuvieron un fuerte impacto en el grado de cobertura del sistema privado. En el 2005, cuatro regímenes previsionales especiales que habían sido eliminados por un decreto en 1994 estaban nuevamente en vigencia: maestros, investigadores, diplomáticos y empleados públicos. En mayo del 2007, una nueva regulación estableció que los trabajadores pertenecientes a estos regímenes especiales deberían dirigir sus aportes al sistema público de reparto. Esto regulación significó una transferencia de cerca del 1,5% del total de afiliados en el sistema de capitalización.

Una nueva regulación en el 2007 estableció que un segundo grupo de trabajadores (hombres mayores de 50 años y mujeres mayores de 55 con saldos acumulados menores a los $20.000) fueran transferidos al sistema público de reparto a menos que manifestaran explícitamente su decisión de mantenerse en el sistema privado. Entre julio de 2007 y marzo de 2008, esta regulación significó la transferencia de cerca el 10% de total de afiliados al sistema privados.

Respecto a la proliferación de mecanismos de contratación informal, un estudio publicado por el Instituto Libertad y Democracia (2006) muestra que la extra legalidad en el sector empresarial en Argentina sería de 90% y que sobre el 40% de la población es total o parcialmente activa en el sector extralegal. De igual manera, un estudio realizado por la Superintendencia de Administradoras de Fondos para la Jubilación y el Retiro

[14] El Régimen Simplificado de Pequeños Contribuyentes se estableció con el objeto de reducir todas las obligaciones impositivas y previsionales a un "monotributo" de suma fija, que abarca tanto las obligaciones por impuestos a las ganancias y al valor agregado, así como las derivadas del régimen de seguridad social. En principio destinado para los trabajadores autónomos de baja capacidad contributiva, fue aprovechado en muchos casos para reducir los montos de las obligaciones fiscales.

(2007) señala un incremento del sector informal después de la crisis económica. Con estos antecedentes, no es realista asumir que el sistema de pensiones privado pudiese por sí solo haber superado deficiencias estructurales fundamentales asociadas al mercado laboral.

En este contexto, es claro que existía un conjunto de medidas que podría haber subsanado los problemas de rentabilidad de los fondos de pensiones, como por ejemplo modificar la naturaleza y distribución de las inversiones; establecer medidas mas restrictivas sobre la gestión activa de la cartera de inversiones; mantener la libertad de opción por parte de los afiliados al sistema y entre las AFJP, y permitir la creación de fondos con distinto grado de exposición al riesgo de mercado. La estatización del sistema puede entenderse, en consecuencia, como una solución extrema a un problema incubado por la ausencia de reformas oportunas en la gestión de la rentabilidad y riesgo de las carteras de inversión del sistema.

5. Conclusiones

La crisis financiera internacional ha causado una gran preocupación en los sistemas pensiones obligatorias de cuentas individuales en América Latina. Se trata de una preocupación justificada cuando 70 millones de trabajadores en la región tienen sus ahorros previsionales depositados en fondos de pensiones, que a su vez están invertidos en los mercados financieros, eje principal de la actual crisis económica. Entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008, el total de fondos de pensiones se redujo en unos US$52.000 millones. Los países que sufrieron las mayores caídas fueron Chile y México. Otros países como Bolivia y Colombia mostraron leves aumentos en el valor de sus activos debido principalmente a su fuerte enfoque en inversiones de renta fija, tales como instrumentos de deuda pública y depósitos bancarios. A partir del 2009, sin embargo, la mayoría de los países ha logrado revertir la mayor parte del menor valor registrado el año 2008, por lo que el impacto de este efecto de la crisis será bastante reducido.

De igual manera, todos los sistemas de pensiones privados en la región mostraron importantes caídas de rentabilidad a lo largo de 2008. Esta caída afectó en forma similar a aquellos sistemas con una alta proporción de sus activos invertidos en renta variable, como Perú y Chile, que a países con una alta proporción de sus activos invertidos en renta fija, como Uruguay y Argentina. Lo anterior permite concluir que tras la crisis financiera no podría hablarse de clases de activos "más seguras" (renta fija) o "más arriesgadas" (renta variable). Es decir, una enseñanza importante de esta situación es que todos los activos financieros pueden registrar volatilidad en su rendimiento (riesgo), y que el desempeño de las inversiones no se explica únicamente por la asignación de activos sino también por otros factores internos y externos al proceso de inversión, como pueden ser el diseño del régimen de inversión en que operan los fondos y su marco regulador.

La frágil situación financiera también ha tenido un impacto adverso sobre los niveles de cobertura de los sistemas privados en America Latina, lo cual se ha visto agudizado por el notable incremento del desempleo, del sector informal y de la evasión de cotizaciones que se produce durante una recesión económica. Estos factores tienen una incidencia directa de lo que popularmente se denomina "lagunas previsionales", es decir,

los periodos en que los trabajadores no aportan recursos a su cuenta de capitalización individual, afectando los ahorros que podrá acumular al momento de su retiro. Así, a lo largo del 2009, más de 900.000 trabajadores dejaron de hacer aportes al sistema de pensiones. En este contexto, la crisis financiera puede agravar la situación de ciertos grupos vulnerables como son los trabajadores independientes y aquellos con periodos prolongados de desempleo, quienes no lograrán acceder al beneficio de pensión mínima pues en su gran mayoría cuentan apenas con aportes reducidos y no podrán reunir el requisito mínimo meses de cotizaciones para ser elegibles para este beneficio.

Otra de las consecuencias inmediatas de la crisis financiera fue la tendencia hacia un aumento gradual de la deuda gubernamental y una caída en acciones y emisores extranjeros. Así, la proporción de activos invertidos en títulos públicos aumentó del 37 al 43% del total entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008. En igual periodo, las inversiones en emisores extranjeros mostraron una tendencia decreciente, impulsada por Chile que las disminuyó del 36 al 29%, mientras que el promedio para los sistemas de capitalización en América Latina cayó del 20 al 16%. En forma similar, la inversión en acciones domésticas cayó a un 12% en 2008 (14% en 2007).

Si bien la fuerte caída en el valor de los activos ha generado una comprensible preocupación respecto del efecto de estas pérdidas sobre las pensiones futuras de los trabajadores, existen ciertos factores (cíclicos, demográficos y regulatorios) que permiten inferir que los riesgos asociados a la presente crisis financiera serán menos intensos que lo que ha sugerido la información y el debate público sobre esta materia.

Por una parte, la menor valorización de los fondos debe ser observada en un contexto de largo plazo. Esto por cuanto tal es el horizonte con el que se invierten los ahorros para pensiones. Evaluar los resultados de un periodo breve puede distorsionar la percepción de su desempeño e inducir a los afiliados a tomar decisiones precipitadas que pueden a la larga resultar perjudiciales. Al examinar el comportamiento en rentabilidad de los fondos se debe tener presente que la rentabilidad negativa no puede ser interpretada directamente como una pérdida, menos tratándose de ahorros de largo plazo. Esto es importante porque tiene que ver con las posibilidades de recuperar el valor del ahorro en concordancia con la recuperación de los mercados. A pesar del análisis

negativo de corto plazo durante el 2008, todos los sistemas de pensiones muestran rentabilidades positivas desde su respectiva implementación.

Los trabajadores más expuestos a las consecuencias negativas de la crisis financiera serían aquellos que se acercan a la edad de jubilación o que se hubieran retirado en medio de la crisis. Para este grupo, la disminución en el valor de los activos podría haber generado pérdidas irreversibles de ingreso al momento de jubilarse. Sin embargo, la mayoría de los sistemas obligatorios de capitalización individual en América Latina son relativamente jóvenes, ya que fueron establecidos durante los últimos 20 años, de modo que el número de trabajadores en condiciones de jubilarse en el corto plazo es muy reducido. En Chile --el primer país en la región en introducir un sistema capitalización obligatorio--, el 95% de los afiliados se encuentra a más de cinco años de la edad legal de jubilación.

Por otra parte, Chile, México y Perú han perfeccionado sus sistemas de capitalización con esquemas de multifondos, lo cual permitió que los afiliados más próximos a retirarse hayan estado menos expuestos a los efectos de la crisis, dado que por ley no pueden invertir en los fondos más riesgosos y solamente pueden escoger entre aquellos más orientados a instrumentos de renta fija. Esta medida se estableció con el objeto de priorizar la estabilidad y la protección de lo ya acumulado.

Todo lo anterior indica que el impacto de la crisis financiera sobre el valor de las pensiones por la vía de la desvalorización de los fondos no sólo será muy inferior a la alarma que generó en los primeros meses de la recesión, sino que posiblemente será el efecto menos importante de la crisis sobre los sistemas de pensiones basados en la capitalización individual. En efecto, mientras el valor de los fondos de pensiones se recuperará –como ya lo ha venido haciendo— con la recuperación de los mercados financieros, las lagunas previsionales generadas por el desempleo, la informalidad o la inactividad no desaparecerán. Entre tanto, los cambios en la composición de las carteras de inversión de los fondos perdurarán si no se logra revertir los significativos déficits fiscales generados durante la crisis.

Es importante destacar que el bajo impacto de la crisis sobre el valor de las pensiones se debe en parte a la juventud de los sistemas en operación. Por lo tanto,

quedan enseñanzas útiles frente a la eventualidad de que se presenten crisis en etapas de mayor maduración de los sistemas, entre las cuales se destacan dos. La primera se refiere a la importancia de minimizar la exposición de los fondos de pensiones al riesgo de fluctuaciones financieras bruscas en los años inmediatamente anteriores al retiro. Esto puede lograrse mediante esquemas de multifondos, así como con productos que aseguren el valor de la pensión aún antes de producirse la jubilación. La segunda destaca la relevancia de la educación previsional para evitar que los afiliados tomen decisiones que pueden llegar a ser irreversibles, como el retiro de fondos en el medio de una crisis, realizando todas las pérdidas financieras acumuladas.

Asimismo, el contraste entre la experiencia de Argentina y la de otros países deja una importante lección adicional sobre el riesgo que significa una alta concentración de los activos de los fondos en títulos del gobierno. Este alto porcentaje de la cartera invertido en títulos públicos no involucra sólo un problema de diversificación de inversiones sino que es una fuente de conflictos de intereses potenciales con el propio gobierno que establece las regulaciones del sistema. En tales circunstancias, diversificar la cartera de inversiones no sólo reduce el riesgo financiero sino también el riesgo político de reformas motivadas por la acumulación de pasivos gubernamentales en organismos sostenidos por la propia legislación nacional.

Bibliografía

Albo, A., F. González, O. Hernández, C.A. Herrera y A. Muñoz. 2007. "Hacia el fortalecimiento de los sistemas de pensiones en México: visión y propuestas de reforma". Pensiones y Seguros América y Servicio de Estudios BBVA, BBVA Bancomer.

Arenas de Mesa, A., D. Bravo, J.R. Behrman, O.S. Mitchell and P. Todd. 2006. "The Chilean Pension Reform Turns 25: Lessons from the Social Protection Survey". NBER, Working Paper, No. W12401.

Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones de Chile. 2008. "Rentabilidad de los fondos de pensiones debe evaluarse en el largo plazo". Nota No. 67.

Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS).2008. "Los regímenes de capitalización individual en América Latina". *Boletín Estadístico AIOS*, No. 20, http://www.aiosfp.org.

Bernal, N., A. Muñoz, H. Perea, J. Tejada y D. Tuesta. 2008. "Una mirada al sistema peruano de pensiones: Diagnóstico y propuestas". Pensiones y Seguros América y Servicio de Estudios BBVA.

Berstein, S. 2007. "El Sistema Chileno de Pensiones", Superintendencia de Pensiones de Chile.

Bernstein, S., G. Larrain y F. Pino. 2005. "Cobertura, densidad y pensiones en Chile: Proyecciones a 20 años plazo". Documentos de trabajo de la Superintendencia de Pensiones de Chile.

Calderón, F. 2009. "Sistema Nacional de Pensiones". Tercer Informe de Gobierno, Apartado Economía competitiva y generadora de empleos. Presidencia de la República.

Centro de Microdatos de la Universidad Chile. 2009. "Encuesta de ocupación y desocupación en el gran Santiago: informe trimestral de empleo, diciembre 2008 - enero 2009".

CEPAL y OIT. 2009. "Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe. Setiembre 2009. N° 2". Disponible en: http://www.eclac.cl/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/3/37293/P37293.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl&base=/de/tpl/top-bottom.xslt

Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro de México (CONSAR), www.consar.gob.mx

Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional de Chile (2006), "Diagnóstico y propuesta de reforma".

Dorfman, M., R. Hinz y D. Robalino. 2009. "The Financial Crisis and Mandatory Pension Systems in Developing Countries: Short- and Medium-Term Responses". Pensions Primer Series Banco Mundial, Washington, D.C..

Favre, M., A. Melguizo, A. Muñoz y J. Vial. 2006. "A 25 años de la reforma del sistema previsional chileno: evaluación y propuestas de ajuste". BBVA Provida, Chile.

Gill, I., S., Truman Packard y J. Yermo. 2004. "Keeping the Promise of Old Age Income Security in Latin America. A Regional Study of Social Security Reforms". Banco Mundial, Washington, D.C..

Herrera, C.A. 2009. "Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en Sistemas de Pensiones: Una evaluación a un año de la crisis financiera de 2008". Pensiones y Seguros América y Servicio de Estudios BBVA.

Holzmann, R. y R. Hinz. 2005. "Old Age Income Support in the 21st Century". Banco Mundial. Washington, DC.

Instituto Nacional de Estadísticas de Chile (INE). 2009. Índices de desocupación. http://www.ine.cl

Instituto Libertad y Desarrollo (ILD). 2006. "Evaluación preliminar de la economía extralegal en 12 países de Latinoamérica y el Caribe". Reportre de Investigación. Lima, Perú.

Instituto Nacional de Estadísticas e Informática de Perú (INEI). 2009. "Encuesta permanente de empleo en Lima Metropolitana". Informe de Empleo No. 01 octubre-diciembre 2008. Disponible en: http://www1.inei.gob.pe/web/BoletinFlotante.asp?file=7850.pdf

Mesa-Lago, C. 2000. "Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina". Serie Financiamiento del Desarrollo, No. 93, CEPAL.

Mesa-Lago, C. 2004a. "Las reformas de pensiones en América Latina y su impacto en los principios de la seguridad social". Serie Financiamiento del Desarrollo, No. 144, CEPAL.

Mesa-Lago, C. 2004b. "La ley de la reforma de la previsión social argentina: antecedentes, razones, características y análisis de posibles resultados y riesgos". *Revista Nueva Sociedad* No. 219.

Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay (MEF). 2009. "Informe de la situación económica y Financiera y Gestión del Gobierno 2005-2009".

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). 2008a. "Pension Markets in Focus – Highlights of the OECD Private Pensions Outlook". Issue No 5.

----------. 2008b. "Pensions in a Financial Crisis – How Should Retirement-Income Systems Respond to Financial Market Turmoil?".

Pinheiro, V. C. 2004. "The politics of social security reform in Brazil". En Learning from foreign models in Latin American policy reform, Kurt Weyland, ed. Washington, D.C.: Woodrow Wilson Center Press, 110-138.

Rofman, R., L. Lucchetti and G. Ourens (2006), "Pension Systems in Latin America. Concepts and Measurements of Coverage", SP, Discussion Paper, No. 0616, Washington (D.C.).

Rofman, R., E. Fajnzylber and G. Herrera. 2008. "Reforming the Pension Reforms: The Recent Initiatives and Actions on Pensions in Argentina and Chile." Social Protection Discussion Paper No. 083. The World Bank, Washington D.C..

Schneider, Friedrich. 2004. “The Size of the Shadow Economies of 145 Countries all over the World: First Results over the Period 1999 to 2003,” IZA DP No. 1431.

Superintendencia de Pensiones de Chile. http://www.safp.cl

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú. http://www.sbs.gob.pe/portalSBS

Tapia, W. 2008. “Description of Private Pension Systems”. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 22.

Tapia, W. y J. Yermo. 2008. “Implications of Behavioural Economics for Mandatory Individual Account Systems”. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 11.