

## Capítulo 2. Financiamiento para el desarrollo

### Reforma de pensiones, mercados de capitales y gobernabilidad corporativa

América Latina lidera el mundo en desarrollo en lo relacionado con la reforma de pensiones. Chile inició el proceso en 1981 con su profunda reforma en este ámbito. Desde principios de los años noventa, la reforma chilena ha sido un modelo no tan sólo para otros nueve países de la región, sino para varios Estados fuera de Latinoamérica, incluyendo algunos países de la OCDE. Entre los grandes países de América Latina, Brasil es el único que no ha realizado una reforma similar.

Estas reformas del sistema de pensiones implican un proceso de transición de los sistemas de reparto hacia los de capitalización con cuentas individuales. Aunque algunos países han sustituido completamente el sistema anterior con uno nuevo, otros lo han ido poniendo en marcha de forma parcial, permitiendo la adhesión voluntaria a planes individualizados.

Las reformas buscan cumplir varios objetivos. Los más importantes han sido el ofrecer una fuente fiable de ingreso para las pensiones de los trabajadores y reducir el lastre fiscal que los sistemas existentes causan a las cuentas públicas. Otros objetivos también considerados en este capítulo incluyen el impulsar el ahorro local, ofrecer una fuente interna estable de financiamiento para el desarrollo y apoyar el desarrollo de los mercados de capitales locales. Muchas economías en América Latina han sufrido los problemas derivados de un bajo nivel de ahorro interno y la fragilidad financiera, frenando su crecimiento y aumentando la dependencia en la región de unos volátiles flujos de capital internacional.

Las reformas también han buscado recurrir a la competencia entre intereses privados— en especial en el caso de las compañías de seguros y pensiones, que son los inversores institucionales que administran los fondos para el retiro en los nuevos sistemas de pensiones— a fin de mejorar la verdadera eficiencia económica canalizando ahorros hacia usos más productivos. La consiguiente acumulación de ahorros en fondos de pensiones ha llamado la atención sobre su considerable potencial para inducir a las compañías fuera del sector, en cuyas acciones podrían invertir, a realizar mejorías significativas en la calidad de su gobierno corporativo. Este efecto sería beneficioso para todos los intereses implicados— incluyendo los trabajadores retirados y activos— así como para el crecimiento a largo plazo de la productividad de la economía en general.

### El impacto de las reformas de pensiones

Los resultados de las reformas varían de un país a otro, en parte porque en algunos lugares se han introducido hace mucho menos tiempo que en otros. En Chile y, más recientemente, en Perú, la reforma de las pensiones ha venido acompañada por la consolidación fiscal y un mayor ahorro interno. En Chile, también ha contribuido al desarrollo financiero, en especial mediante el aumento del papel del mercado de valores y del tamaño del mercado de bonos hipotecarios. Junto con otras reformas, la reforma del sistema de pensiones chileno ha contribuido a mejorar la gobernabilidad corporativa local.

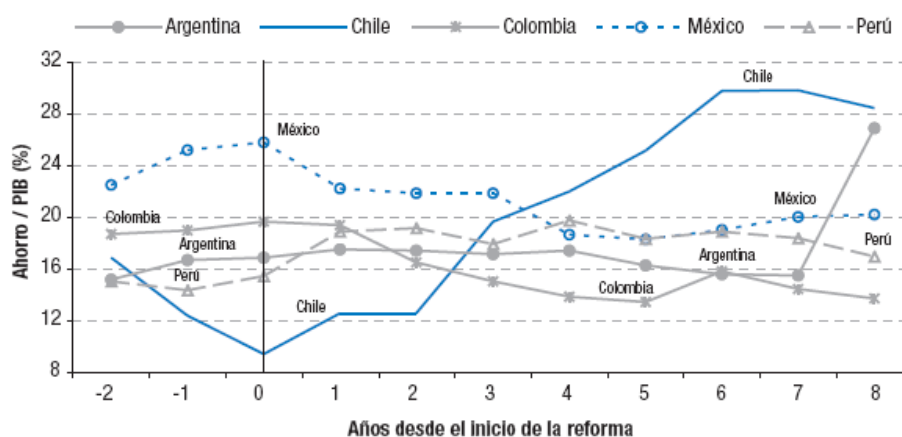
En otros países el panorama es menos alentador. Argentina y Bolivia sucumbieron a presiones fiscales que debilitaron sus sistemas de pensiones. En muchos países, el ahorro no ha logrado aumentar e incluso ha caído. El impacto de la reforma de pensiones sobre los mercados de capitales también se ha visto limitado por las regulaciones que restringen las opciones de inversión de los fondos de pensiones y los llevan a invertir en deuda pública. En lo relativo al impacto esperado sobre la gobernabilidad corporativa, en la mayoría de países los fondos de pensiones aún deben avanzar mucho para convertirse en los impulsores de una mejor gobernabilidad corporativa a nivel nacional que algunos expertos consideran que pueden llegar a ser.

Es complicado analizar el impacto de las reformas de pensiones sobre el ahorro nacional en América Latina debido a que la reforma ha coincidido con la introducción de otras medidas políticas de relevancia que pueden haber tenido un gran impacto sobre el ahorro. En Chile, por ejemplo, el ahorro ha crecido con fuerza desde 1985, después de que el país se recuperara de la crisis financiera sufrida en la primera mitad de los años ochenta. Sin embargo, este aumento del ahorro podría no haberse materializado sin las importantes reformas que Chile puso en marcha en otros sectores de la economía. La Gráfica 2, que presenta las tasas de ahorro de los países durante un periodo de diez años—desde los dos años previos a la puesta en marcha de la reforma de pensiones hasta ocho años después de su introducción—muestra que, además de Chile, sólo Perú ha experimentado un incremento en el ahorro nacional como proporción del PIB, si bien éste ha sido pequeño. En Argentina, el ahorro permaneció prácticamente sin cambio y en Colombia y México incluso se redujo.

Por otro lado, la reforma de los sistemas de pensiones en América Latina ha tenido un impacto considerable en los mercados de capital locales. La acumulación de considerables recursos financieros por parte de los nuevos fondos de pensiones les ha permitido ocupar una posición dominante en los sistemas financieros de sus respectivos países. Hacia finales de 2006, los activos administrados por fondos de pensiones en la región alcanzaban los 390 mil millones de dólares.

Brasil —que no ha seguido el camino de Chile en cuanto a la reforma del sistema de pensiones pero sí creó fondos de pensiones voluntarios en los años setenta, existiendo más de 400 en la actualidad— y Chile tienen las industrias más grandes en el terreno de los fondos de pensiones. El conjunto de fondos chilenos y brasileños suma cerca del 65 por ciento del total de activos de pensiones en la región. El hecho de que ambos países fueran los primeros en establecer fondos de pensiones, sumado al gran tamaño de la

Gráfica 2. Tendencias del ahorro interno bruto como porcentaje del PIB



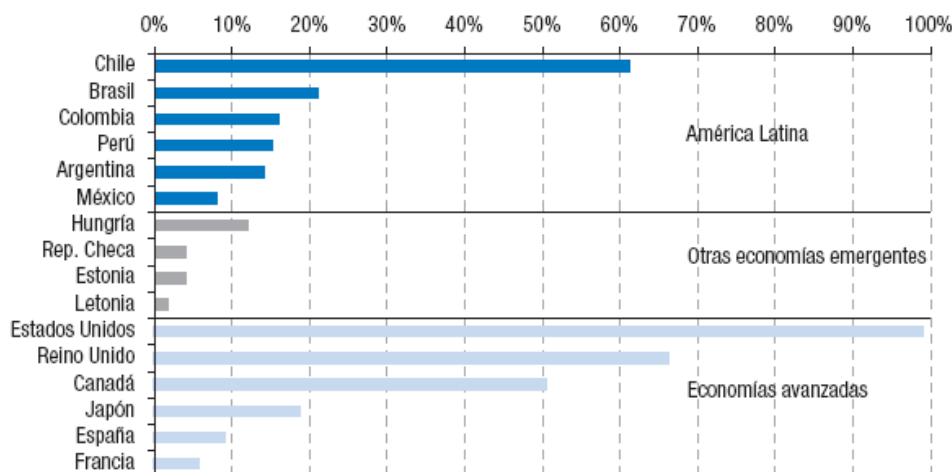
Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE (2007); con base en los Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial (2006).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/125780475365>

economía brasileña, explica la considerable dimensión de sus industrias de pensiones. Chile tiene, con gran diferencia, la mayor industria de pensiones de la región en relación al tamaño de su economía. Sus activos ascendían a más de 60 por ciento del PIB nacional en diciembre de 2006, una cifra comparable a las de países de la OCDE con industrias de pensiones privadas sólidamente desarrolladas. Los activos de los fondos de pensiones privados en Brasil, la segunda industria más grande de la región y con un valor actual

cercano al 20 por ciento del PIB, han crecido con más lentitud que los chilenos debido fundamentalmente a la naturaleza voluntaria de las aportaciones a estos fondos.

Gráfica 3. Activos de los fondos de pensiones como porcentaje del PIB, 2006



Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE (2007), con base en información de la base de datos Global Pension Statistics de la OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/125847733867>

## Mirando hacia el futuro

Los actores políticos en la región han realizado esfuerzos para garantizar una mejor regulación de sus industrias de fondos de pensiones, pero sigue existiendo un amplio margen de mejora tanto en el ámbito de la regulación como en el de la gobernabilidad de los fondos. Por ejemplo, la clara determinación de los objetivos perseguidos, la elaboración de códigos de conducta y la introducción de mecanismos para mejorar la rendición de cuentas de los administradores, entre otras medidas, podrían contribuir a armonizar los incentivos de los miembros (trabajadores activos y retirados), patrocinadores (empresarios) y administradores (las empresas privadas que manejan los fondos de pensiones), protegiendo mejor los intereses de los afiliados.

La calidad de la autorregulación de los fondos como la eficacia de su gobernabilidad ganarán importancia a medida que los gobiernos levantan sus restricciones sobre las opciones de inversión de los administradores de fondos de pensiones. Esto será especialmente relevante en muchos países donde las administradoras de fondos de pensiones han alcanzado posiciones dominantes en el mercado local en su calidad de grandes inversores institucionales. Si se presta mayor atención a su gobernabilidad y autorregulación también se generará una reorientación sana de sus estrategias de inversión hacia la búsqueda de mayores rendimientos a partir de inversiones menos líquidas pero con potencial de rentabilidad y socialmente necesarias, por ejemplo en el terreno de la vivienda, la infraestructura y las tecnologías innovadoras.

Dado el alto grado de concentración de mercado, que tiene grandes probabilidades de producirse en sistemas de reparto obligatorios y estrictamente regulados, se hace necesario prestar una mayor atención a la calidad de la gobernabilidad en las administradoras de fondos de pensiones. Igualmente importante es

el potencial que estas administradoras tienen para inducir extensas mejoras en la calidad de la gobernabilidad en las empresas cuyas acciones adquieren como activos.

El resultado combinado de las mejoras en la gobernabilidad —tanto de las administradoras de fondos de pensiones como de las empresas en las que invierten el dinero de las pensiones de sus miembros— se reflejará en una utilización mucho más productiva del capital real y los recursos humanos en toda la economía. Los países del conjunto de la región mejorarían así el ahorro interno y reducirían su fragilidad financiera y su dependencia de los volátiles mercados internacionales de capitales.

## Recomendaciones

Para lograr estos resultados, los actores políticos de los diferentes países harían bien en aprender más activamente de las experiencias de los demás. Los responsables de la toma de decisiones deberían intercambiar experiencias y lecciones aprendidas dentro de los marcos proporcionados por los Principios para el Gobierno Corporativo de la OCDE y las Directrices de la OCDE para el Gobierno de los Fondos de Pensiones, contando con el apoyo activo de la OCDE. Cinco políticas merecen atención especial:

En primer lugar, dado que los activos de los fondos de pensiones continuarán creciendo en América Latina, deberá darse prioridad al fortalecimiento de la infraestructura de los mercados financieros locales y a los marcos regulatorios de las actividades financieras.

Segundo, deberán reexaminarse las regulaciones que impiden una sana diversificación de los activos de pensiones, con vistas a facilitar la diversificación de activos mientras se mantienen altos estándares prudenciales. El aumento de la proporción de valores de renta variable y/o activos extranjeros permitidos en las carteras de inversión de los fondos de pensiones en países donde no existe esta posibilidad, no sólo contribuiría a un mejor manejo del riesgo mediante una mejor diversificación de los activos, sino también a reducir los efectos secundarios indeseables que los patrones actuales de inversión de los fondos de pensiones tienen sobre los precios de los activos nacionales. Asimismo, en lo que concierne a los valores de renta variable, para que los fondos de pensiones se conviertan en accionistas activos capaces de ejercer influencia en la calidad del gobierno de las empresas en las que invierten, los reguladores de los países que limitan las inversiones que los fondos pueden llevar a cabo en acciones deberían permitirles comprar y vender acciones de compañías individuales. Esta relajación de los límites a la inversión debe venir acompañada de incentivos eficaces y herramientas para que los administradores de activos den seguimiento diligente y rindan cuentas por las inversiones que realizan.

Tercero, los actores políticos deberán considerar las ventajas de permitir que los administradores de activos en los fondos de pensiones ofrezcan a sus afiliados una diversidad de perfiles de riesgo y rendimiento de los fondos que sólo se permite actualmente en Chile, México y Perú. Además de ofrecer a cada miembro un espectro más amplio de opciones de inversión, estos fondos aumentan el incentivo para que los propios afiliados busquen más información sobre el diferente desempeño entre las diversas inversiones, lo que a su vez puede contribuir a mejorar la asignación de recursos.

Cuarto, los gobiernos deben prestar atención a los altos niveles de comisiones y costos que los fondos cobran a sus miembros en algunos países. Las dos principales opciones para tratar el problema son las siguientes: a) fortalecer las presiones competitivas sobre los fondos mediante la liberalización del mercado para permitir que los bancos, las compañías de seguros e incluso otras organizaciones financieras compitan directamente con los fondos de pensiones por las aportaciones de los miembros; y b) reducir los costes administrativos por medio de economías de escala generadas con la centralización a nivel nacional de la recaudación de aportaciones de los afiliados, la elaboración de registros y la generación de informes para los miembros, además de reducir las cuotas limitando los incentivos a que los afiliados opten

por el costoso e ineficiente cambio de administradoras. Aunque la primera opción tiende a recurrir a la promoción de un mecanismo de mercado competitivo, requiere de una evaluación cuidadosa para evitar exponer las pensiones de los trabajadores a excesivos riesgos en los que pueden caer las inversiones y una conducta administrativa de organizaciones financieras no especializadas.

Quinto, las leyes y regulaciones que gobiernan los fondos de pensiones deben revisarse para fortalecer el papel y las responsabilidades de los inversores institucionales como fiduciarios de los activos para el retiro de otras personas. Se requieren transparencia y reglas de comunicación eficaces entre administradores y miembros para que los órganos rectores de los fondos de pensiones actúen de manera congruente con el interés de sus afiliados. A su vez, un mejor gobierno de los fondos de pensiones puede mejorar en gran medida el impacto positivo y, al mismo tiempo, reducir el riesgo de la inversión por parte de los fondos de pensiones en acciones de empresas activas en todos los sectores de la economía local, así como a nivel internacional. Al servir como agentes importantes de la mejora del gobierno corporativo en sus economías, los fondos de pensiones bien gobernados contribuyen también al crecimiento de la productividad en toda la economía en el largo plazo. Los trabajadores, activos y retirados, y los empresarios se beneficiarán por igual de estas medidas.