

CRISIS Y PENSIONES: LECCIONES DEL COLAPSO FINANCIERO GLOBAL

SEBASTIÁN EDWARDS ¹

- ¹ *Sebastián Edwards es profesor Henry Ford II de Economía de Negocios Internacionales de la Anderson Graduate School of Management de la Universidad de California, Los Ángeles (UCLA). Desde 1993 hasta abril de 1996, fue el Economista Jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial. También es investigador asociado de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), miembro del consejo asesor de la Corporación de Investigación Transnacional y co-presidente del Seminario Interamericano sobre Economía (IIE). Ha sido Presidente de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA), una asociación profesional internacional de economistas con intereses académicos en América Latina y el Caribe. Es miembro del Consejo Asesor Científico del Instituto de Economía Mundial de Kiel, Alemania, y miembro del Consejo de Asesores Económicos del Gobernador de California Arnold Schwarzenegger.*

Cualquier análisis histórico de los últimos 25 años en América Latina llega a la conclusión de que el país que ha hecho los avances más importantes en materia de reforma, de modernización y en materia económica, es Chile.

Al mirar la historia económica chilena y las razones detrás de este éxito y de las felicitaciones que habitualmente recibe el país por sus avances, se encuentra que hay tres pilares esenciales detrás de este éxito. El primero es, una apertura económica y un sistema que ha fortalecido la competencia y la innovación, como motor del progreso y motor de la productividad; el segundo pilar es la existencia de instituciones fuertes, donde el imperio de la ley, la protección de los derechos de propiedad, un sistema de justicia eficiente y crecientemente desprovisto de la corrupción que vemos en otros países, le provee este marco institucional al desarrollo económico del país; y en tercer lugar, su sistema de pensiones basado en la capitalización individual y en el manejo privado de los ahorros de los trabajadores, que ha jugado un rol, como se señalará más adelante, no sólo esencial en la economía chilena, sino que además, debiera jugar un rol muy importante en otras economías del mundo.

En este documento articularé estos aspectos importantes de la economía chilena y al mismo tiempo me referiré al tema de la crisis económica y los sistemas de pensiones, especialmente, la comparación entre los sistemas de capitalización y los sistemas de reparto manejados por los gobiernos.

I. Crisis y pensiones

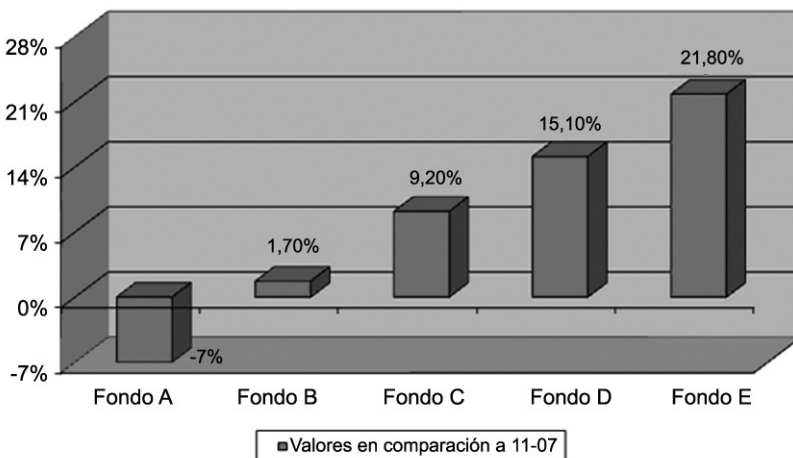
Si uno analiza el comportamiento de los sistemas de pensiones en el mundo, incluyendo el sistema chileno, desde la crisis subprime, que empieza en el año 2007-2008, uno de los aspectos más asombrosos, especialmente del sistema chileno, es la fortaleza y la robustez con que este sistema respondió frente a la crisis.

Y esta respuesta muy eficiente y sólida del sistema chileno, se produce, a pesar de las críticas que han hecho una serie de gurúes y comentaristas internacionales, que se han paseado por el mundo criticando el sistema chileno sin mayor razón y sin mayor conocimiento de causa. Hemos visto en distintos foros internacionales, a expertos, algunos de alto nombre y de mucha reputación, hacer críticas al sistema de capitalización, de una manera en que, efectivamente si acaso uno los analiza con detalle, se da cuenta que los que está detrás de estas críticas es una posición esencialmente ideológica, y repleta de desconocimiento en lo que ha sucedido.

Una gran mayoría de sistemas internacionales basados en la capitalización, incluyendo Chile, después de la crisis, han recuperado el valor de sus fondos. Como el Gráfico N° 1 demuestra, en cuatro de los cinco multifondos que existen en Chile ya se ha producido una recuperación del valor de los ahorros de los trabajadores con respecto al peak que se observó en noviembre del año 2007. Aquellos que hubieren invertido en lo que podríamos llamar el “multifondo mediano” (Fondo C), es decir, el que no es ni demasiado riesgoso ni demasiado conservador, tendrían hoy en día, sus ahorros un nivel superior al que tenían en el peak del año 2007, en aproximadamente 9 a 10%.

GRÁFICO N° 1

VALOR DE LOS MULTIFONDOS EN CHILE EN COMPARACIÓN A PEAK DE NOVIEMBRE 2007



FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR.

Este comportamiento de los fondos pensiones chilenos, el que se ha replicado en otras partes del mundo que se basan en la capitalización, contrasta muy seriamente con lo que hemos observado con los sistemas alternativos de reparto, de beneficio definido y administrados por el Estado.

Las críticas que se han hecho a los sistemas de capitalización no sólo son ideológicas, sino que además están basadas en un enfoque metodológico incorrecto, porque no se están comparando con la alternativa. Cualquier análisis serio que tenga influencia sobre las políticas públicas de los países, tiene que comparar el sistema de capitalización y de manejo de cuentas individuales por parte de administradoras del sector privado, con el sistema alternativo, que es esencialmente un sistema de reparto administrado por el Estado. Cuando esta comparación se hace, los resultados son sumamente iluminadores y resulta que los sistemas basados en el reparto y que son manejados por el sector público salen bastante mal parados, y la razón esencial de ello es que los garantes de estos sistemas, que son los Gobiernos y los Tesoros de los distintos países, a partir de la crisis económica del año 2007-2008, han acumulado un nivel de deuda insostenible. En efecto, hoy en día crecientemente, inversionistas, analistas, periodistas y otros, comienzan a cuestionarse la capacidad de los diferentes gobiernos van a tener para efectivamente poder responder a las obligaciones que tienen con respecto a los trabajadores en materia de pensiones.

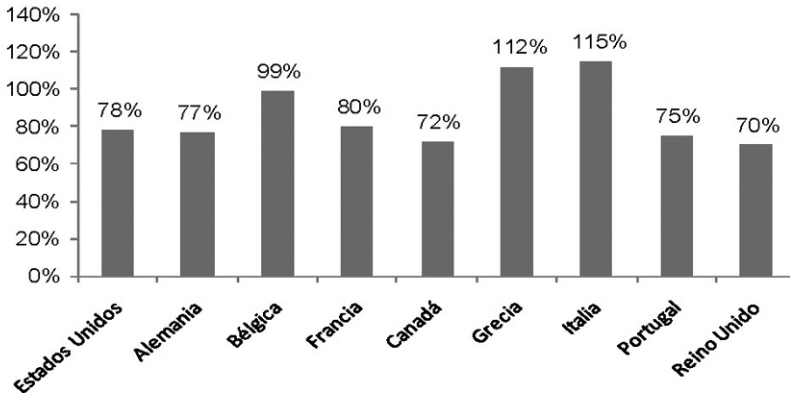
En el Gráfico N° 2 se pueden ver los niveles de la deuda pública documentada de distintos países. Se aprecia que absolutamente todos estos países tienen un nivel de deuda hoy en día que excede en forma importante el mítico 60% del PIB que se había definido en los años 90 como el máximo absoluto que podía tener la deuda pública de un país avanzado, para que continuara siendo solvente². Si se comparan estas cifras con el caso de Chile la diferencia es abismante: la deuda pública documentada en Chile sólo es de 9% del PIB.

- 2 *En el Tratado de la Unión Europea (TUE) de 1992, conocido también como Tratado de Maastricht, cuando se discutió la entrada de los distintos países de Europa a la zona euro y la capacidad que tenían para adoptar el euro como moneda única, se establecieron dos criterios fiscales esenciales. El primero era que el déficit fiscal de los países que querían acceder al euro, no podía exceder el 3% del PIB por año. El segundo requisito radicaba en que la deuda del sector público no podía superar el 60% del PIB, y este parámetro no fue un invento arbitrario, sino que fue el resultado de un análisis efectivamente serio, donde se demostraba que deudas por encima de este nivel generaban una situación donde se ponía en cuestionamiento la solvencia del gobierno en cuestión y su capacidad para responder con respecto a sus obligaciones, especialmente las de carácter pensional, con respecto a los trabajadores de esos países.*

El problema no sólo es que la deuda de muchos países hoy día sea elevada, sino que las perspectivas son extremadamente peligrosas hacia el futuro. El Gráfico N° 3 muestra las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos hasta el año 2019 y como se puede apreciar, la deuda bruta de este país en el año 2019 va a estar aproximadamente al 100% sin reducirse, y la razón por la cual estas proyecciones llegan sólo hasta el año 2019, es porque esta Oficina del Congreso tiene obligación de hacer proyecciones sólo por 10 años, pero si las proyecciones las hiciera por 20 años tendríamos esas barras al nivel del 100% casi estables hacia el futuro, e incluso aumentando, lo cual produce una situación en que no sólo hay una interrogante, sobre la capacidad de estos sistemas basados, de pensiones, basados en el sistema público, en este momento, sino que también en un futuro cercano.

GRÁFICO N° 2

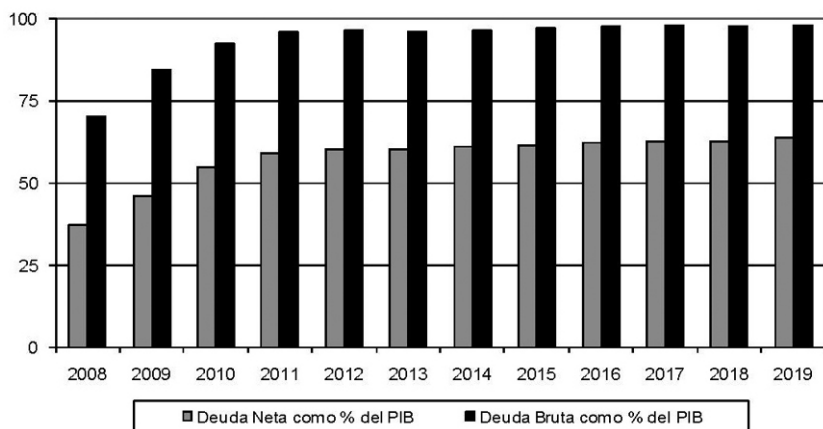
DEUDA PÚBLICA DOCUMENTADA PAÍSES SELECCIONADOS (% DEL PIB)



FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR.

GRÁFICO N° 3

PROYECCIÓN DE LA DEUDA BRUTA Y LA DEUDA DE NETA DE ESTADOS UNIDOS
(2008 - 2019)



FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR EN BASE A INFORMACIÓN DE LA OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO DE LOS ESTADOS UNIDOS (CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (CBO), WWW.CBO.GOV).

Esta situación de solvencia cuestionable en los sistemas públicos de reparto se agrava aún más debido a distintas razones. En primer lugar, los sistemas de pensiones basados en el reparto y administrados por los gobiernos, no tienen obligación, como tienen los sistemas de capitalización, de ser “*marked to market*”, es decir, de ser valorados a precios de mercado cada uno de los días. En estos sistemas no se tiene que calcular y publicar cuál es el nivel de solvencia día a día, como sucede con las cuotas de los fondos de pensiones. Si uno hiciera esta valoración para estos sistemas se daría cuenta que la situación es gravísima.

La segunda razón radica en que como producto de la deuda, hasta hace un tiempo se había producido un “*flight-to-quality*”³ y se había fortalecido el precio de los bonos gubernamentales de una serie de países, creando la sensación falsa de que éstas eran inversiones seguras, cuando en realidad, debido a este aumento

3 Nombre que se le da al hecho de que los inversionistas deciden dejar los activos más riesgosos y partir hacia los activos más seguros y de calidad.

importante de la deuda, existen crecientes dudas sobre la capacidad de estos países para poder cumplir con sus obligaciones. Esta cuestión comenzó a hacerse clara a raíz de la crisis en Grecia y también influenciado por la reducción en la calificación que han tenido los títulos de varios países europeos y de la baja que se ha producido hace poco en las bolsas internacionales, reflejando justamente que el mercado ha comenzado a darse cuenta de lo que está sucediendo.

La tercera razón consiste en que hay una gran cantidad de costos escondidos, de masivos *pasivos contingentes* que no están contabilizados en la información de los gráficos anteriormente señalados. En el caso de Estados Unidos la deuda pública documentada total ascienda a aproximadamente USD 12 trillones, de los cuales aproximadamente USD 8 trillones están en poder del público y USD 4 trillones corresponden a deuda del Gobierno de los Estados Unidos para con la seguridad social. Sin embargo, si uno calcula el valor presente de las obligaciones no respaldadas y no financiadas de la seguridad social y de salud, esa deuda pública adicional equivale a USD 59 trillones y una vez que uno empieza a hacer esos cálculos para otros países, la situación es absolutamente terrorífica y demuestra el peligro que hay encerrado en el sistema alternativo de reparto. Por ejemplo, recientemente la Universidad de Stanford ha calculado que en Estado de California, que tiene una serie de sistemas públicos de pensiones incluyendo al Sistema de Retiro de los Empleados Públicos⁴, el déficit de los tres sistemas públicos más importantes de California asciende a casi USD 0,5 trillones. Como resultado de este déficit, el Estado de California ha establecido una rebaja de sueldos a sus trabajadores y un aumento de la contribución de las pensiones en forma arbitraria de un día para otro, lo que ha resultado en una caída de la renta líquida de los trabajadores del Estado, en cifras absolutamente importantes, en algunos casos de hasta el 20%. En cambio en el caso de Chile, alguien que hubiere invertido en el Fondo Intermedio C, hoy día tendría 7% más de lo que tenía en noviembre del 2007 y tendría el mismo salario o incluso un salario mayor debido al crecimiento de la economía.

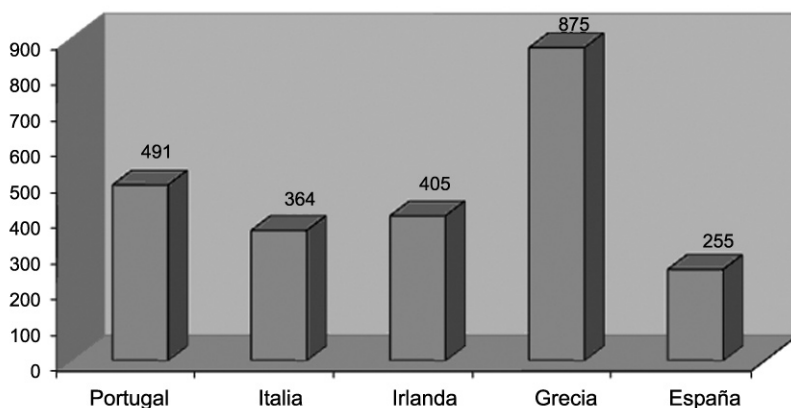
En el tema de la crisis y de las pensiones no sólo debiéramos analizar cómo la crisis ha afectado a los sistemas de pensiones, sino que también debiéramos analizar cómo los sistemas de pensiones no financiados son catalistas de crisis y en particular debiéramos, dada la situación que vivimos hoy día en el mundo debido a la “tragedia griega” que estamos enfrentando, hablar de lo que está sucediendo en los famosos países PIIGS⁵.

4 *California Public Employees' Retirement System (CalPERS), es el mayor fondo de pensiones público de Estados Unidos.*

5 *Acronimo en inglés que denota a los siguientes países: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.*

Los países PIIGS hoy en día están no sólo cuestionados en su solvencia económica, sino que están en el centro mismo de lo que sucedió en las bolsas de distintas partes del mundo. La crisis de estos países se ha visto gatillada, en gran parte, por sus deudas previsionales no documentadas. En el Gráfico N° 4 se muestran los cálculos recientes sobre cuál es el nivel de la deuda previsional no documentada como porcentaje del PIB de los países PIIGS.

GRÁFICO N° 4
DEUDA PREVISIONAL NO DOCUMENTADA EN EL 2009 PAÍSES PIIGS (% DEL PIB)



FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR.

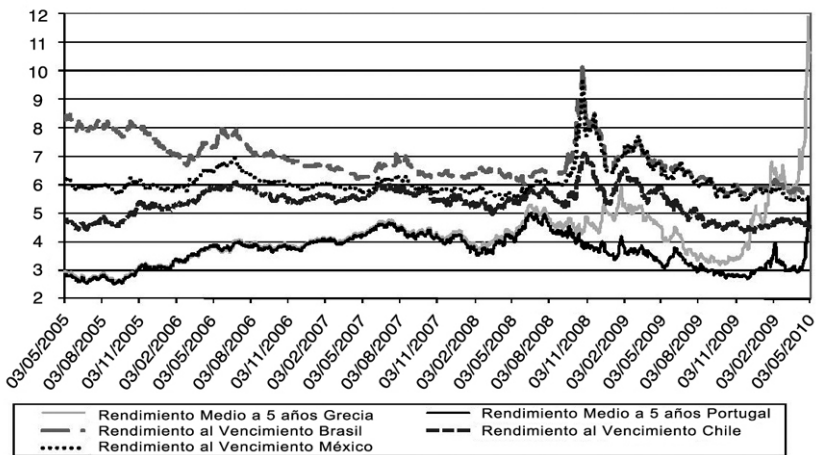
Se puede apreciar que la deuda previsional escondida de Grecia -- deuda que casi nadie ha registrado, salvo algunos académicos --, es de 875 veces el PIB, vale decir, es una situación donde no hay ninguna manera de solucionar este problema en forma normal. Naturalmente y en forma creciente, si bien esta deuda no está documentada oficialmente, los inversionistas, los periodistas perspicaces, los banqueros, han comenzado a hacer los cálculos y al concluir que existen estas deudas tan masivas, han empezado a cuestionar la capacidad de pago y la solvencia de estos países. Al cuestionar la capacidad de pago y la solvencia de estos países, los inversionistas han dejado de comprar sus títulos, lo que ha producido una caída en los precios

de los bonos. Al caer los precios de los bonos la tasa de interés que han tenido que pagar estos países se ha ido al cielo y hoy día estamos en la situación en que la tasa de interés que tiene que pagar Grecia por colocar un bono en el mercado internacional es de un 13%, muchísimo más elevada que la que tienen que pagar muchos países Latinoamericanos como Chile, Colombia, México, Brasil e incluso Venezuela, lo que es una situación sorprendente tomando en cuenta que se trata de un país miembro de la Unión Europea y de la zona euro que decidió desprenderse de la política monetaria.

En el Gráfico N° 5 se puede apreciar el rendimiento de los bonos al vencimiento de algunos países Latinoamericanos y el rendimiento medio a cinco años de Grecia y Portugal.

GRÁFICO N° 5

RENDIMIENTO DE LOS BONOS: GRECIA, PORTUGAL Y PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA



FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR.

Como se puede ver, últimamente en Grecia el riesgo país se ha disparado y es mucho más elevado que el de los países Latinoamericanos. Portugal, en tanto, llega hoy en día a tener el mismo nivel de riesgo país que los países Latinoamericanos.

En resumen, tenemos un mecanismo de retroalimentación, donde la deuda previsional no documentada, los pasivos contingentes de estos países, alimentan la crisis, generando este salto en el riesgo país de países como Portugal y Grecia.

Ahora, ¿cómo se va a solucionar el problema de Grecia?

Nadie lo sabe.

Tampoco sabemos si el euro va a sobrevivir de la manera en que ha estado hasta el día de hoy; no sabemos si acaso esta camisa de fuerza de no tener moneda propia en la cual se metieron los países de la zona euro va a romperse. Sí sabemos dos cosas. La primera es que no se puede tener un nivel de productividad, actividad y eficiencia como el de Turquía y un nivel de vida como el de Suiza, que era lo que tenían los griegos hasta hace un par de semanas. La segunda es que van a ser las pensiones y los pensionados los que van a pagar los platos rotos de esta fiesta. De hecho, ha salido a la luz pública que la reforma del sistema de pensiones de Grecia presupone una caída de las pensiones del 30% y un aumento de la edad de retiro de hasta 15 años. En tanto, en el caso de Chile no ha habido caída en el nivel de las pensiones, porque los fondos se han recuperado y por lo menos hasta ahora no ha habido aumento de la edad de retiro de las personas (y si lo hay ciertamente no será de 15 años).

II. Otras importantes contribuciones del sistema de capitalización

También hay que mencionar otras contribuciones de más largo plazo de los sistemas de capitalización, que creo que son muy importantes.

Una de las contribuciones más importantes tiene que ver con el crecimiento de largo plazo. Un porcentaje muy importante del crecimiento espectacular que ha tenido Chile durante los últimos años, se debe justamente a las reformas de las pensiones. El famoso paper de Goldman Sachs sobre los países BRICS (Brasil, Rusia, India y China)⁶ que fue publicado en el año 2003 y que por algunos años era como el secreto mejor guardado en todos los directorios de compañías internacionales, muestra que hay dos pilares esenciales detrás del crecimiento económico explicando el éxito futuro que van a tener los países BRICS, especialmente China e India. El

6 *"Dreaming With BRICs: The Path to 2050"*, disponible en Internet: <http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/book/99-dreaming.pdf>

primero es la acumulación de capital. Para crecer rápido se necesita más capital (maquinaria, construcción, infraestructura etc.) y para acumular capital, se necesita financiamiento y ese financiamiento viene del mercado de capitales y el mercado de capitales, especialmente en los países pequeños, despegó y se transformó en un mercado de capitales capaz de financiar este crecimiento vigoroso, como el de los BRICS, en la medida en que haya una reforma previsional y estos fondos de pensiones sean capaces de intermediar y de generar mercados líquidos, tal como ha sucedido en Chile.

Ahora, es muy importante que las carteras de los fondos de pensiones estén adecuadamente diversificadas; deben contener todo tipo de títulos y no pueden estar restringidas sólo a títulos gubernamentales, porque entonces, es simplemente un cambio de nomenclatura, donde la deuda pasa de estar no documentada a estar documentada, lo cual ya es un avance, pero lo que queremos verdaderamente es la capacidad de generar mercados de capitales que permitan la acumulación de capital necesaria para que haya más capital, que es lo que está detrás del crecimiento.

Pero eso no es todo, el otro elemento importante del crecimiento de largo plazo es la productividad total de los factores o la productividad multifactorial. Esta productividad multifactorial es un resumen de la capacidad que tienen los países por innovar, por emprender y por crear nuevas empresas que vayan, no sólo creando riquezas sino que creando empleo especialmente entre la gente joven. Este emprendimiento sólo es posible si hay capacidad de capital de riesgo y ello depende de la profundidad del mercado de capitales. Entonces, nuevamente el motor radica en un desarrollo vigoroso de un sistema previsional basado en la capitalización.

Pero eso no es todo. En el año 2008 se introdujeron importantes reformas de segunda generación al sistema previsional de Chile, haciendo un esfuerzo por agregar lo que se ha denominado Pilar Solidario. Si este Pilar Solidario está bien diseñado, con los incentivos adecuados, se puede producir una situación importante de alivio a la pobreza y de disminución de la desigualdad.

III. Algunos desafíos y reformas pendientes en los sistemas de capitalización

Naturalmente todo es perfectible. Hay reformas pendientes hacia adelante y al respecto mencionaré sólo algunas.

La primera está referida a la creación de una cultura previsional, donde el trabajador entienda que éstos son recursos propios y que le pertenecen y que no son un impuesto. Creo que eso es absolutamente esencial, y la cultura tiene que ver con tradiciones, con ritos, con costumbres y creo que en Chile hay temas importantes. Por ejemplo en Chile las remuneraciones se negocian en forma neta, lo que significa que existe implícitamente una noción de que la contribución al fondo de pensiones es un impuesto. En los Estados Unidos o en los países avanzados, en tanto, estas negociaciones nunca son netas; el impuesto o la contribución a los planes de ahorro son de obligación del trabajador, porque son parte de la remuneración, es plata del trabajador. En Chile creo que sería interesante comenzar a seguir este mismo esquema de negociación de las remuneraciones en forma bruta, como parte de una nueva cultura previsional.

El segundo tema que creo es muy importante radica en contar con mecanismos para reducir o minimizar el comportamiento inercial de las personas. Es necesario incorporar en nuestro análisis el hecho de que hay una inercia increíble en el comportamiento de la gente. Los avances recientes en la llamada “economía del comportamiento” reconocen que las personas tienen una tendencia a no innovar. Por ejemplo, en los sistemas de pensiones en los Estados Unidos, se ha comprobado que el 80% de las personas, cuando cambian de estado civil, no cambian los beneficiarios de sus pensiones de sobrevivencia. Entonces, hay una serie de tendencias a la inercia que hay que incorporar, dentro del análisis. Por ejemplo, hay empresas que ofrecen contribuciones paralelas (las llamadas “*matching contributions*”) a sus trabajadores, de modo tal que si por ejemplo hay un ahorro voluntario de USD 100 de parte del trabajador, la empresa le coloca en su cuenta otros USD 100. Estas empresas, aunque a uno le estén regalando USD 100, la gente no se inscribe. En cambio, si acaso a uno lo inscriben automáticamente y si uno no quiere participar, tiene que ir a desafiliarse, y casi nadie se desafilia precisamente por este comportamiento de inercia. Creo que es muy importante empezar a incorporar este hecho en el análisis de las reformas de pensiones hacia delante.

Otro aspecto muy importante es seguir incorporando los esquemas de multifondos en los sistemas de capitalización individual. Esto parece muy obvio para los que estamos al tanto del desarrollo de los sistemas de pensiones pero, a veces, las cosas obvias los políticos no las comprenden. Por ello, no sólo hay que preocuparse de la situación activa, de promover nuevas iniciativas en el perfeccionamiento del sistema de capitalización de pensiones, para justamente fortalecerlos y que continúen funcionando con la robustez que han mostrado en los últimos años y

funcionando mucho mejor que el sistema alternativo de reparto, sino que además hay que tener una actitud de defensa y de evitar las malas ideas de algunos políticos. Creo que es muy importante estar vigilante, y esta no es una cuestión ideológica, sino que es una cuestión puramente profesional y de sentido común, con respecto a detener las malas ideas que surgen en todos los gobiernos. Hay que entender que los fondos de retiro y de pensiones, son para el retiro y para las pensiones, no son para otros fines.

IV. Comentarios finales

Los sistemas de capitalización les han servido bien a los países que lo han adoptado. Han sido sistemas robustos que ha podido sobrevivir mucho mejor que el sistema alternativo, los embates de las crisis. Este sistema permite hoy día a países como Chile, no sólo ser la estrella más brillante en América Latina, sino también le permite a los otros que lo han adoptado, continuar hacia adelante por la senda de la prosperidad y del progreso que nuestros pueblos tanto se merecen.