

## ¿ATACANDO A LOS FONDOS DE PENSION?

### Lecciones de Argentina

Columna de Guillermo Calvo\* y Ernesto Talvi\*\*,  
publicada en el Diario El Observador del 9 de abril de 2003

Cuando la economía Argentina perdió el acceso a los mercados financieros internacionales a fines del 2001, el gobierno recurrió a medidas desesperadas en un vano intento de prevenir el desastre financiero. Los fondos de pensión privados argentinos— que habían sido creados en 1994 a partir de una reforma del sistema de Seguridad Social basados en cuentas de capitalización individual— fueron una de las víctimas. El gobierno reestructuró unilateralmente los títulos públicos en poder de los fondos de pensión, conocidos localmente como AFJP. Simultáneamente, pesificó dichos títulos públicos, originalmente denominados en dólares y que a mediados del 2001 representaban 60 por ciento del portafolio de los fondos de pensión, convirtiéndolos en bonos en pesos de la noche a la mañana.

Esta “confiscación” ocurrió luego de varios años en los cuales las AFJP’s obtuvieron retornos sumamente altos. Entre septiembre de 1994 (cuando las AFJP fueron creadas) y enero 2001, las AFJP recibieron una tasa de retorno anual de 10,9 por ciento en dólares, casi 600 puntos básicos por encima de lo que hubiese obtenido un portafolio de bonos del tesoro americano. Los fondos de pensión privados argentinos obtuvieron estos retornos porque invirtieron más del 50 por ciento de sus activos en bonos del gobierno argentino de alto riesgo.

Así, una lección obvia que se puede extraer de la experiencia Argentina es que si los fondos de pensiones invierten en obligaciones de alto riesgo del sector público (una situación común en América Latina durante la transición de los sistemas de reparto a esquemas basados en cuentas de capitalización individuales) la devolución de dichos fondos estarán en riesgo desde su creación y los fondos de pensiones podrían estar sujetos a un trato arbitrario. Pero esta era justamente la situación que la reforma de la seguridad social debía eliminar.

¿Cuán mal fueron tratadas las AFJP? A medida que la tormenta amaina, parece que las AFJP no la han pasado tan mal. La tasa de retorno en pesos constantes del portafolio de las AFJP desde Septiembre 1994 hasta Diciembre 2002 es de aproximadamente del 9.5 por ciento anual, lo cual luce más que razonable desde cualquier punto de vista. Aún después de considerar la fuerte devaluación del peso, la tasa de retorno en dólares constantes oscila entre un 2.5 (negativo) y 4 por ciento anual, dependiendo del tipo de cambio real empleado para valuar los activos en pesos de las AFJP luego de la devaluación de enero del 2002.<sup>1</sup>

La suerte de las AFJP contrasta fuertemente con la de los acreedores privados externos quienes en el último año no han visto un solo centavo de lo que se les adeuda y no tienen ninguna pista acerca de las condiciones de pago. Basados en la valuación del mercado, su retorno en dólares durante el mismo periodo es de alrededor de (menos) 11 por ciento anual.

En otras palabras, aún después del default, la pesificación y la devaluación, los fondos de pensión recibieron un rendimiento ex-post bastante decente en términos reales. Más aún, tuvieron mejor suerte que otras clases de acreedores, especialmente los acreedores privados

<sup>1</sup> Para una discusión más detallada, ver “*Privatizing Social Security under Imperfect Credibility*” por G.A. Calvo y E. Talvi, en [www.ceres-uy.org](http://www.ceres-uy.org).

externos. De esta manera, los fondos de pensión fueron tratados *de facto* como acreedores preferenciales pero a través de un mecanismo sumamente distorsivo: los retornos iniciales, que excedieron sustancialmente a la tasa libre de riesgo, fueron seguidos por el default y la pesificación.

Esto nos lleva a la segunda lección, mucho menos obvia, de la experiencia Argentina: privatizar un Sistema de Seguridad social cuando la credibilidad del gobierno es imperfecta, puede dar lugar a rentas (injustificadas) que beneficien a los fondos de pensión y, como resultado, imponen costos fiscales más onerosos (también injustificados).

Supongamos que los fondos de pensión son tratados *de facto* como acreedores preferenciales (como lo sugiere el caso de Argentina). En estas condiciones, la prima pagada sobre las tenencias de títulos públicos en poder de los fondos de pensión se transforma en una renta en dichas tenencias, porque los fondos de pensión estarían dispuestos a conservar bonos soberanos aún si estos otorgan un rendimiento inferior al del mercado. No existe justificación para esta renta cuando los ahorros de los jubilados no corren riesgo alguno.

Más aún, la prima de interés pagada sobre los bonos del gobierno en poder de los fondos de pensión impone condiciones más onerosas e injustificadas sobre las finanzas públicas, al contribuir a la deuda pública y al déficit fiscal. De hecho, la experiencia indica que la prima de riesgo aumenta dramáticamente cuando las crisis acechan. Por ello, hasta que la crisis estalla y el gobierno hace default sobre sus bonos, el (excesivo) costo financiero debido a la tenencia de bonos públicos por parte de los fondos de pensión puede representar una gran proporción del déficit fiscal total y puede ayudar a provocar la crisis.

Resumiendo, privatizar el Sistema de Seguridad Social cuando la credibilidad del gobierno es imperfecta puede dar lugar a acciones que traicionen los principios fundamentales en los cuales se basa la reforma de los fondos de pensión, incrementando indebidamente la carga fiscal.

Existen por lo menos dos alternativas que permitirían disminuir los problemas de los fondos de pensión durante la transición. Primero, el carácter de deudor preferencial de los fondos de pensión podría hacerse explícito y, en la medida que no hay riesgo de insolvencia, los problemas anteriores podrían ser remediados con la creación de un bono previsional que pague la tasa de interés libre de riesgo y que *no sea sujeto a riesgo de repudio*.

En segundo lugar, se les podría prohibir a los fondos de pensión que inviertan en bonos soberanos domésticos a menos que dichos bonos tuvieran una calificación de, digamos, A- menos o superior. Más aún, se podría permitir que los fondos de pensión inviertan en activos extranjeros de bajo riesgo, tales como bonos del tesoro americano, mientras que durante la transición el gobierno financia la brecha fiscal emitiendo bonos a tasas de mercado entre inversores cuyo negocio consiste en tomar riesgos.

En la práctica, dichas propuestas probablemente eliminen a los fondos de pensión del conjunto de inversores grandes que participan en el negocio de los instrumentos financieros de alto riesgo (que incluye a la deuda pública), lo que podría obstaculizar parcialmente el desarrollo del mercado de capital local. Aún en este caso, los costos subrayados anteriormente deberían ser evaluados cuidadosamente antes de permitir que los fondos de pensión apuesten a activos financieros de alto riesgo.

**\*Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo.**

**\*\* Director, Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social, Uruguay (CERES).**