

Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Segundo trimestre 2005



América Latina: la búsqueda pragmática
Bajo la lupa: los sistemas de pensiones

Indice

Fecha de cierre: 28 de marzo de 2005

Editorial	2
I. Entorno Internacional	3
II. Entorno Macroeconómico	7
Comercio e inversión entre Asia y América Latina	7
Una visión de las divisas latinoamericanas	9
Brasil: perspectivas a mediano plazo	11
Petróleo	12
Materias Primas	13
III. Bajo la lupa: Sistemas de Pensiones	14
– Los sistemas de Seguridad Social, alternativas y líneas de reforma en América Latina	14
– Hacia el sistema de pensiones del futuro, una comparación internacional en economías emergentes	18
Lecciones chilenas para EE.UU.	22
– Efectos macroeconómicos de la reforma en los sistemas de pensiones	24
IV. Estadísticas y proyecciones	27
V. Índice de actividades	

Han elaborado esta publicación:

Javier Santiso

javier.santiso@grupobbva.com

Javier Amador

j.amador@bbva.bancomer.com

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Giovanni di Placido

giovanni_diplacido@provincial.com

Michele Favre

mfavre@afprovida.cl

María García Toraño

mariagt@grupobbva.com

Ya Lan Liu

yalan@grupobbva.com

Angel Melguizo

angel.melguizo@grupobbva.com

Marcial Nava

jm.nava@bbva.bancomer.com

Alejandro Neut

alejandro.neut@grupobbva.com

Juan A. Rodríguez

ja.rodriguez@grupobbva.com

Luciana Taft

lucia.taft@grupobbva.com

Joaquín Vial

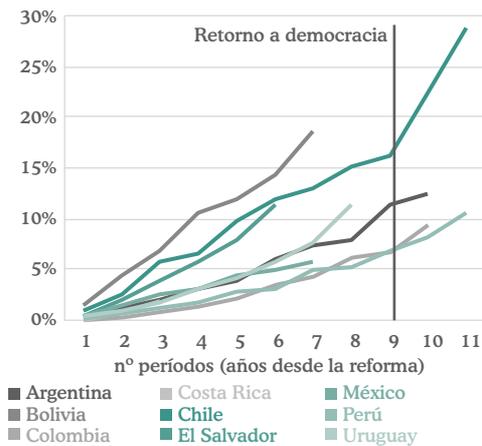
jvial@bbva.cl

Agustín Vidal

avidal@grupobbva.com

Evolución de los sistemas de pensiones latinoamericanos

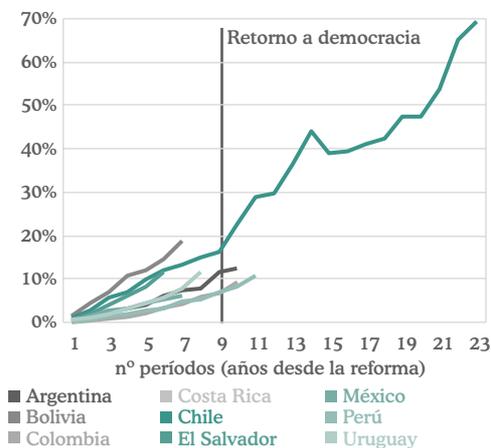
(activos en % del PIB)



Fuente: BBVA

Evolución de los sistemas de pensiones latinoamericanos

(activos en % del PIB)



Fuente: BBVA

Editorial

América Latina sigue siendo un continente de paradojas. En 2004 la región registró una de sus mayores tasas de crecimiento sincronizado en el último cuarto de siglo. En 2005, esta historia está por repetirse. A pesar de ello, el cóctel de pobreza y de descontento social, sigue alimentando las ansias de cambios de rumbos bruscos como muestran los acontecimientos de Bolivia.

Sin embargo, si uno pone en perspectiva las últimas décadas, destacan en realidad transformaciones profundas que invitan más a saborear un *bias for hope*, como diría Hirschman, que a masticar *fracasomanía*. Las bajas tasas de interés, los elevados precios de materias primas y el crecimiento asiático, están impulsando la región. Pero lo que más llama la atención es que, desde hace un cuarto de siglo, América Latina está buscando crecimiento mediante políticas económicas pragmáticas. Está inventando y creando mástiles institucionales, buscando anclas monetarias y fiscales, y ello fuera de los senderos predeterminados de cualquier modelo ideológico.

Las reformas de los fondos de pensiones (ver los artículos en este número) son la ilustración perfecta de esta búsqueda pragmática que combina invención y gradualismo, mecanismos de mercado y presencia del estado. Estas reformas, iniciadas a principios de los ochenta, combinaron privatización y regulación. Los fondos brindaron rendimientos elevados y buscaron dar una respuesta apropiada a las bajas tasas de ahorro en las economías de la región así como afrontar la informalidad en los mercados de trabajo.

El ejemplo chileno es, desde este punto de vista, ejemplar (y quizás singular), quedando en ese país la privatización de las pensiones enmarcada en una joya de regulación de alta orfebrería institucional. Año tras año, el sistema se fue ajustando y modificando para ir mejorando. Hoy en día el organismo de regulación chileno es una de las instituciones del país con mayor prestigio, credibilidad y capacidad técnica, un potente mástil institucional.

Sobre todo, esta reforma simboliza el cambio profundo que experimentó Chile en las últimas décadas: la invención de una economía política pragmática y gradualista que contrasta con los años de altas mareas (y mareas) ideológicas. En los setenta se sucedieron las revoluciones, socialista y liberal, modelos que se armaron y descargaron sobre las sociedades, buscando en ambos casos implementaciones rígidas de paradigmas inventados en otros hemisferios. El Buen Liberal no fue así más que otro rostro del Buen Revolucionario, ambos coincidiendo en la búsqueda de economías políticas de lo imposible. En los ochenta, y sobre todo los noventa, el pragmatismo económico se impuso. Con el regreso de la democracia, la tentación podría haber sido volver a armar otro modelo y marcar una ruptura con el régimen anterior. Los demócratas chilenos apostaron al contrario por ahondar las reformas, buscando combinar ortodoxia monetaria y fiscal con reformas sociales, crecimiento con equidad. Este continuismo queda plasmado de manera singular en los gráficos adjuntos. A partir de 1989, año del regreso de la democracia en el país, los activos se dispararon: no sólo las reformas no fueron canceladas sino que al contrario fueron ahondadas, adoptadas y adaptadas.

Dicho de otra manera, la gran lección que nos viene de Chile es esta combinación inédita en el continente de pragmatismo y continuismo. Una combinación que otros países, México y Brasil por ejemplo, están buscando compartir¹. En 2005, no solo las estrellas siguen alineadas para la región sino que además este trío, Chile, Brasil y México, podría inspirar a otros países de la región, como lo muestra el ejemplo de Lula en Brasil cuya combinación de pragmatismo, de ortodoxia monetaria y fiscal con reformas sociales, tiene una reverberación en todo el continente. El brillo de la experiencia brasileña está ya inspirando a sus vecinos, empezando por el nuevo gobierno de izquierda que se alzó al poder en Uruguay este año. En 2006, cuando la mayoría de los países elijan sus nuevos presidentes, es de esperar que esta emulación no desvanezca y que la estrella Lula siga firme y luminosa en el cielo latinoamericano.

¹ Ver el ensayo de Javier Santiso, *Amérique latine: révolutionnaire, libérale, pragmatique*, Paris, Autrement, 2005 (por publicar también en español e inglés).

I. Entorno internacional

Perspectivas para América Latina

Durante los últimos 25 años el desempeño de las economías latinoamericanas ha sido decepcionante, sobre todo si se le compara con el de otras regiones emergentes. La tasa de crecimiento promedio anual ha estado alrededor del 2,8%, por debajo de la observada a nivel mundial (3,3%) y menor a la lograda por los países del sudeste asiático (7,7%) (ver recuadro sobre Asia y América Latina). Esta diferencia en tasas de crecimiento supuso un incremento en la brecha entre los niveles de ingreso de la región y los observados en países ricos o en otros emergentes.

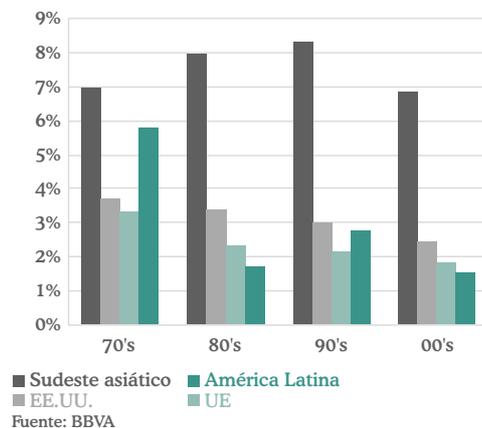
Sin embargo, durante 2004 observamos una fuerte recuperación de la economía latinoamericana con una tasa de crecimiento del 6%, superior a la histórica. Más aún, por primera vez en más de un cuarto de siglo, todas las economías de la región crecieron a tasas positivas. Esta sincronización en el crecimiento, y las condiciones externas e internas que se vislumbran para la región, nos hacen ser optimistas respecto al nuevo ciclo económico y más especialmente, respecto a 2005. En este sentido, esperamos que los mismos factores que promovieron la recuperación del año pasado, sigan teniendo un impacto positivo sobre la región (aunque sea de manera más atenuada): términos de intercambio favorables; crecimiento mundial sólido anclado por la demanda americana y china; entorno de tipos de interés históricamente bajos (aunque al alza) y surgimiento de la demanda interna como principal motor del crecimiento. A continuación se explica en detalle el impacto que cada uno de estos factores tendrá sobre el crecimiento de la región en los próximos meses y cuáles serán los principales riesgos a futuro en la región.

Factores externos: el precio de las materias primas se mantendrá en niveles históricamente elevados

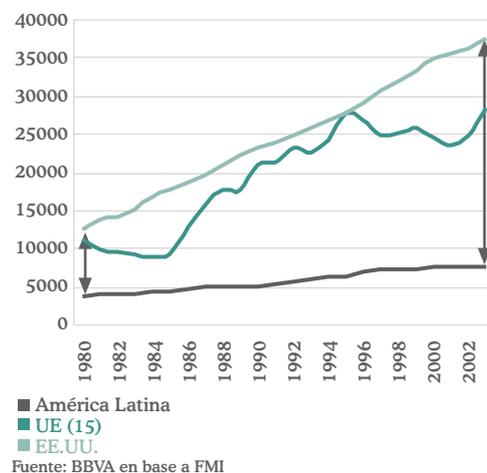
El comportamiento del precio de las materias primas fue fundamental para explicar el buen desempeño de las economías de América Latina a lo largo del 2004. Más aún, durante los primeros meses del 2005 los precios de las principales exportaciones de la región (petróleo, cobre, café y azúcar) han permanecido en niveles relativamente altos o se han incrementado (ver índice BBVA-MAP y artículo sobre petróleo). Lo anterior es importante debido al elevado peso que estos bienes tienen en el total de las exportaciones de la región. Las ventas al exterior de materias primas representaron más del 31% del total de las exportaciones de América Latina en 2004. Sin embargo, este número subestima la importancia del comercio de este tipo de bienes en la región debido a la presencia de México, país cuya política comercial le ha permitido diversificar su producción e incrementar sustancialmente sus exportaciones no petroleras. Si eliminamos al país norteamericano del cálculo anterior, obtenemos que el 45% de las exportaciones latinoamericanas son de materias primas.

Dada la situación arriba subrayada, no sorprende que exista una relación positiva entre los precios de las materias primas y el ciclo económico en América Latina (ver gráfico adjunto). Por lo tanto, es fundamental comprender cuál será el comportamiento del coste de este tipo de bienes durante los próximos meses para poder entender mejor cuáles serán las perspectivas para la región. En este sentido, nuestras previsiones muestran que seguimos pensando que habrá un ajuste a la baja en los precios de las materias primas durante los meses siguientes. Sin embargo, esperamos que el cambio no sea sustancial y que los precios se mantengan en niveles relativamente altos con respecto a la serie histórica.

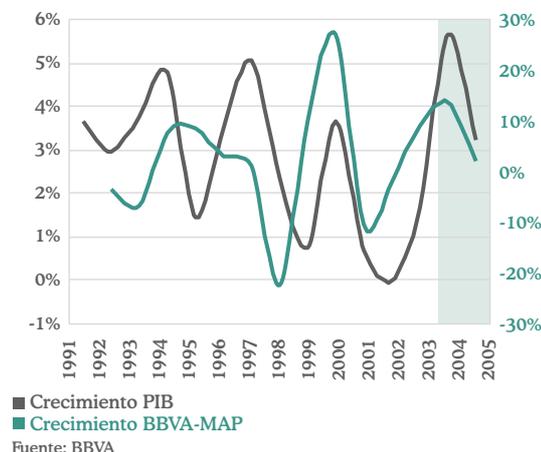
Crecimiento promedio



Evolución del PIB per cápita (\$ PPP)

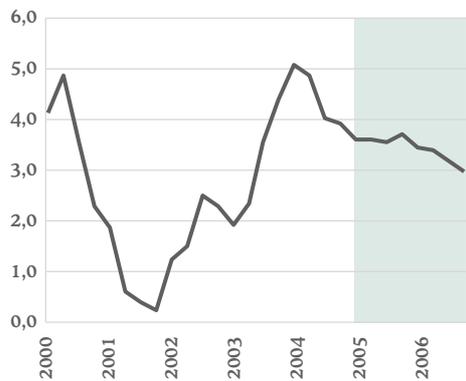


PIB y BBVA-MAP Latam



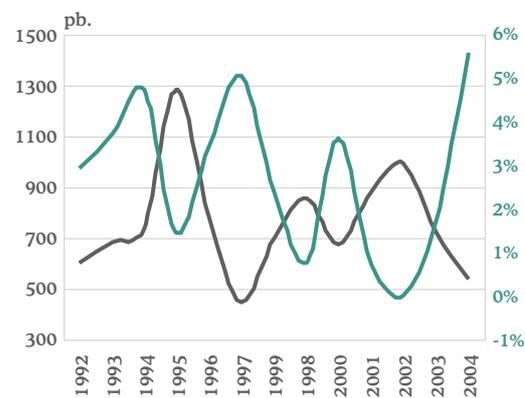
PIB en EE.UU.

var. % interanual



Fuente: BBVA

Crecimiento y spread Latam



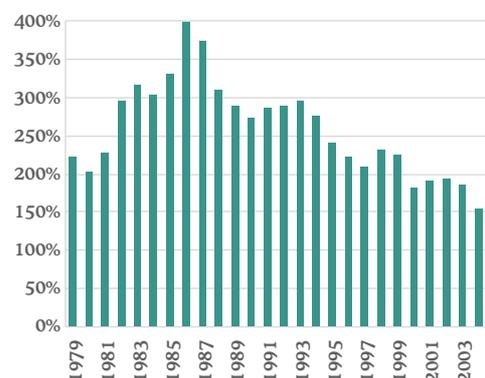
■ EMBI+ Latam

■ PIB

Fuente: BBVA

Deuda externa

(% sobre exportaciones)



Fuente: BBVA

Factores externos: El crecimiento en EE.UU. durante 2005 estará cercano a su potencial

Otro factor que afecta en diversos grados al crecimiento de la región es el desarrollo de la economía estadounidense. En este sentido, la actual expansión del PIB norteamericano ha sido fundamental para explicar el buen paso de economías como la mexicana (dada la relación tan cercana entre estos dos países) o de forma más indirecta, la sólida demanda mundial por bienes primarios. De esta manera, preveemos que la actual expansión del producto se sostenga durante los próximos dos años, aunque el ritmo de crecimiento será inferior al observado durante el 2004. Esta visión está basada en el dinamismo del consumo privado y en el fuerte impulso de la inversión, los cuales continuarán siendo los principales soportes de la expansión.

Con respecto al consumo, cuatro factores sugieren que la tendencia de expansión del gasto de las familias continuará durante los próximos dos años. Primero, el crecimiento de la productividad se moderará en torno a su tendencia de largo plazo (2-2,5%). Segundo, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá empujando la expansión del gasto en bienes duraderos. Tercero, el aumento en el valor de la vivienda, seguirá permitiendo un crecimiento significativo en la riqueza de las familias. Por último, la recuperación del mercado laboral cobra fuerza y se convertirá en un factor más de apoyo.

En lo referente a la inversión, la sólida situación financiera de las empresas y el crecimiento de la demanda interna permitirán que se mantenga el dinamismo de esta variable, aunque su crecimiento será más moderado que el registrado durante 2004.

Factores externos: Se prevén aumentos graduales en los tipos de interés de EE.UU.

Uno de los factores que más ha beneficiado a América Latina en los últimos meses, ha sido la actual coyuntura de bajos tipos de interés. Aún y cuando la Reserva Federal inició el año pasado un incremento de sus tipos de referencia, estos aumentos han sido graduales y no han tenido mayor impacto en las primas de riesgo de la región. Esto es importante debido a la relación negativa que existe entre un incremento en el diferencial de riesgo en América Latina y la tasa de crecimiento del PIB regional (ver gráfico adjunto).

Así, se espera que la dinámica de la Reserva Federal de aumentar 25 pb su tasa de referencia en cada una de las reuniones celebradas desde junio de 2004 se mantenga hasta que los tipos se aproximen a niveles del 3% (previsiblemente en la reunión del 3 de mayo). Sin embargo, a partir de ahí surgirá una mayor incertidumbre sobre el ritmo de los siguientes aumentos. En particular, los tipos nominales se situarán en el límite de la zona considerada como "neutral" (tasas de interés entre el 3 y el 5%), lo que podría conducir a la autoridad monetaria a condicionar futuros cambios a la información que vaya surgiendo.

En este contexto de mayor incertidumbre sobre la política monetaria, se prevé que los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. vayan aumentando gradualmente hasta situarse al cierre de 2005 en el 4% y alrededor del 5% en 2006. Esta subida de tipos podría traer una corrección en el proceso de búsqueda de rentabilidades que ha llevado los diferenciales de deuda corporativa y de países emergentes a niveles muy reducidos. Sin embargo, en este escenario se prevé que dicho ajuste sería limitado ya que la situación de la región es claramente diferente a la observada durante las crisis anteriores de 1994 y 1997¹. En particular, las cuentas externas son ahora más saludables que en épocas pasadas (se prevé un superávit en cuenta corriente del 0,1% del PIB para 2005) y la región ha llevado a cabo un proceso de reestructuración de deuda y apertura comercial que la hace menos vulnerable a choques externos.

¹ Para más detalles ver José Luis Escrivá, "¿Están las estrellas alineadas? Las claves del crecimiento económico en América Latina", presentación para periodistas latinoamericanos realizada el 23 de febrero de 2005, Madrid, BBVA. <http://www.bbva.es>.

Sin embargo, un escenario de mayor riesgo consistiría en que la Reserva Federal hiciese una pausa en sus subidas de tipos, y que el mantenimiento de una elevada expansión monetaria llevara a que surgieran expectativas de mayor inflación. En esta situación, el ajuste de las variables financieras podría ser más abrupto, con subidas significativas de tipos en el tramo largo de la curva de deuda y con una mayor depreciación del dólar.

Un segundo escenario de riesgo está relacionado con el bajo nivel de ahorro de las familias estadounidenses y con su alto grado de endeudamiento. Un choque negativo de confianza puede precipitar un descenso de la actividad, sin fuertes presiones inflacionistas de fondo, lo que detendría las subidas de tipos de la Reserva Federal y que mantendría los tipos de interés de largo plazo durante todo el año 2005 en niveles próximos a los actuales.

Factores internos: La demanda doméstica como motor del crecimiento

Una de las principales consecuencias de la recuperación observada durante el 2004 ha sido la mejora en el poder de compra de las familias latinoamericanas y el renovado optimismo en la región. Lo anterior ha resucitado a la demanda interna como principal motor del crecimiento (ver gráfica adjunta). Más aún, el comienzo de este ciclo económico ha sido impulsado por ganancias en la productividad de las empresas sin mayores incrementos en el empleo. De esta manera, conforme la demanda doméstica vaya aumentando, se prevé que durante 2005 observemos un incremento del personal contratado y consecuentes mejoras en el ingreso de las familias.

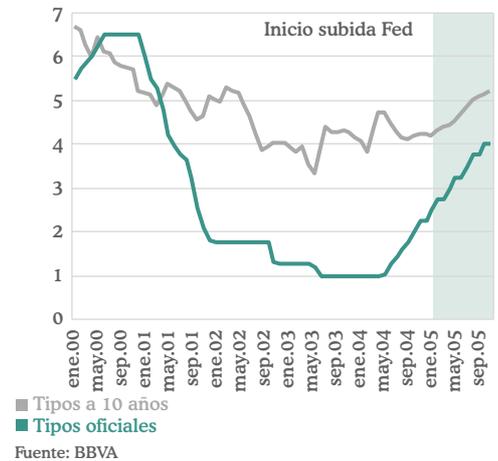
Por otro lado, una de las características fundamentales de esta recuperación ha sido el mayor crecimiento del crédito bancario. En particular, el incremento anual de los préstamos ha alcanzado tasas de entre 20 y 30% en Argentina, Brasil y México. En Chile, Colombia, Perú y Venezuela la tendencia de esta variable es también al alza. Varios factores pueden ser mencionados para explicar dicho fenómeno. Por ejemplo, un factor que ha ayudado a las economías de la región a reactivar su sistema financiero ha sido la mejora en la cartera crediticia de los bancos. En particular, excluyendo a Argentina, el promedio de la tasa de mora para las principales economías de la región se sitúa en niveles inferiores a los observados en otros países emergentes (4,9 vs. 10,3% en Asia durante el 2003). Este saneamiento financiero, necesario después de las distintas crisis sufridas, ha permitido una posición más frugal y proclive al crédito.

Otro factor que ha incentivado los préstamos ha sido la estabilidad económica alcanzada por países como México o Chile, que ha permitido un cambio en la mentalidad de los agentes económicos. En particular, las condiciones observadas en estos países han permitido que se alarguen los horizontes de inversión y que se desarrollen mercados de largo plazo como el hipotecario. En este sentido, el caso de México es ejemplar ya que el número de créditos en este sector se incrementó un 122% durante el año pasado y la tendencia de la tasa de crecimiento de los préstamos es a la alza (26% en diciembre de 2004). El efecto de un mayor crédito a la vivienda ya ha tenido un impacto sobre la economía del país. En particular, la tasa real de crecimiento del sector construcción ha estado por encima de la observada por el resto de la economía y en niveles cercanos al 6%, con lo cual se ha convertido en uno de los principales sectores generadores de empleo en México.

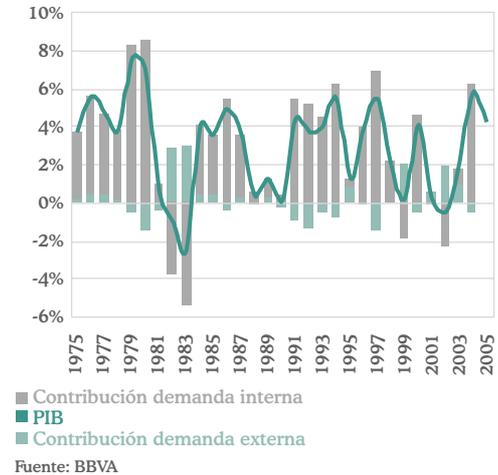
La economía política de lo posible

Resumiendo todo lo anterior, se puede inferir que nuestras previsiones para el resto de 2005 son cautelosamente optimistas. Particularmente, esperamos que la región crezca por encima del 4%, nivel que se estima superior al promedio histórico de los últimos 20 años, mientras que de nuevo el crecimiento será sincronizado.

EE.UU.: tipos de interés



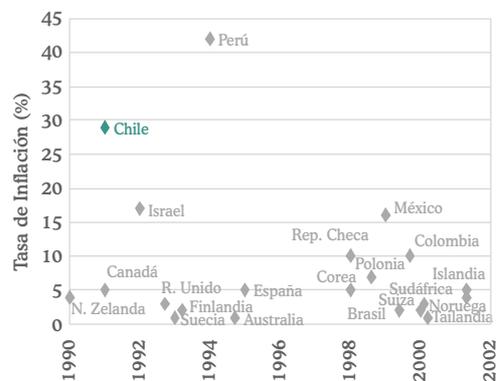
Crecimiento en América Latina



México: crédito bancario (% interanual)

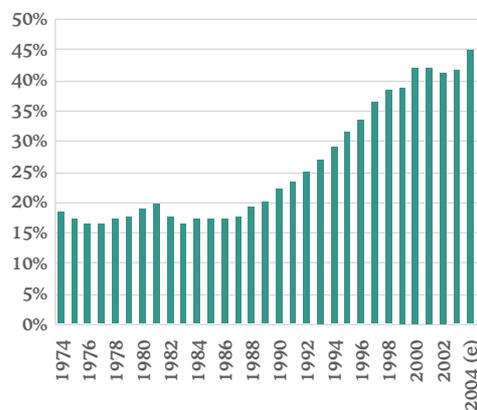


Año de adopción de la meta e inflación inicial



Fuente: BBVA

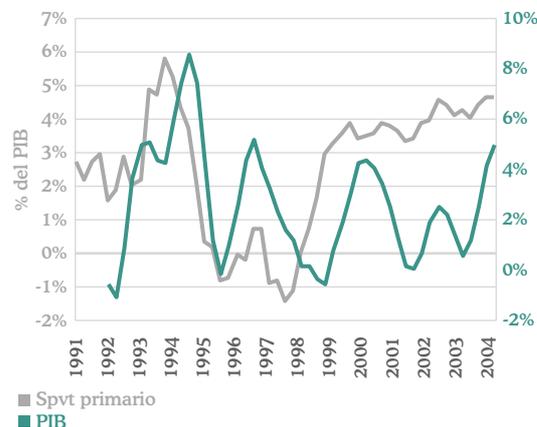
Apertura comercial América Latina



Fuente: BBVA

Superávit primario sector público y crecimiento del PIB

(acumulado 12 meses)



Fuente: BBVA

Parte de este crecimiento estará sustentado en un entorno exterior que se percibe como benévolo (con ciertos riesgos), Sin embargo, la situación doméstica y, sobre todo, el desarrollo de una nueva economía política en América Latina representan las bases de nuestra perspectiva sobre la región para el futuro cercano. Respecto a esto último, es posible vislumbrar a lo largo de la región, una serie de características de gobierno similares entre sí, que parecen haber sido aceptadas por encima de cualquier ideología².

En primer lugar, gobiernos de izquierda o de derecha han adoptado como suya la disciplina monetaria y la austeridad fiscal. De esta manera, desde 1998, el crecimiento en precios se ha mantenido en niveles por debajo del 10% en la región (con excepción de 2002 cuando subió a 13% debido a la crisis argentina). Además, durante el presente año esperamos que la inflación esté cercana al 6,6% anual (vs. 6,8% en 2004), con reducciones importantes en Brasil, México y Perú. Por otra parte, el sector público ha generado déficits que se han reducido constantemente durante los últimos años y que actualmente están en niveles del 1% (1,3% en 2005 vs. 1,0% en 2004).

Finalmente, existe una convicción regional sobre las ventajas que el comercio exterior puede traer a las economías de América Latina. Ya sea a través del impulso de tratados comerciales con países ricos (EE.UU. o la UE) o a través de la firma de acuerdos intra-regionales como TLCCA o Mercosur, las economías de la región han buscado la internacionalización de sus empresas y su incorporación a los procesos de producción globales. De esta manera, la apertura comercial en América Latina, medida por la suma de las exportaciones e importaciones como proporción del PIB, ha pasado desde niveles comparativamente bajos (17% en 1985) hasta cifras que demuestran su internacionalización (45% en 2004) (ver gráfico adjunto).

Estos procesos de adaptación son particularmente llamativos en los casos de Chile, México y Brasil. El ejemplo chileno es paradigmático en el sentido de que fue el predecesor de todos los demás. Una de las características fundamentales de este proceso de adaptación a lo posible fue la decisión de implementar reformas que supusieran una transición gradual hacia los objetivos previamente fijados. De esta manera, la inflación tardó 10 años en bajar del 25% anual a menos del 5%, lo cual contrasta con episodios como el argentino, donde en menos de 5 años la inflación disminuyó desde un 4900% hasta un 4%. Este "gradualismo", también aplicado en otros ámbitos de la economía, ha llevado a Chile a tener el éxito hoy reconocido.

En términos de política comercial, tanto México como Chile han decidido unilateralmente reducir sus barreras arancelarias y firmar acuerdos bilaterales que les permitan una mayor libertad comercial. Lo particular del caso mexicano es su "anclaje" a la economía estadounidense, ya que durante los últimos diez años la sincronización de los ciclos económicos entre estos dos países se ha incrementado. En este sentido, la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte le ha permitido al país eliminar parcialmente su dependencia del petróleo y una diversificación de sus ingresos en divisas extranjeras que lo hace menos vulnerable a choques externos.

En el caso de Brasil uno de los principales miedos que existían en la región era que al llegar al poder, un gobierno de izquierda tirase por la borda lo obtenido en términos de disciplina fiscal. Sin embargo, la economía brasileña ha logrado demostrar que un buen manejo de la macroeconomía y un gobierno que se preocupe por las demandas sociales son compatibles (ver gráfica adjunta y recuadro sobre Brasil). De cara a 2006, uno puede, en este sentido, apuntar que Brasil ya superó la prueba de fuego del ciclo político.

² Para más detalle ver, Javier Santiso, "América Latina: la economía política de lo posible", presentación realizada el 3 de marzo de 2005 para el Directorio del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington D.C., BID. Ver: <http://www.bbva.es>.

Comercio e Inversión entre Asia y América Latina

La evolución de las economías asiáticas es clave en el crecimiento económico mundial y, en particular, de América Latina (A.L.) como lo simboliza la revisión en abril de la asamblea anual del BID en Japón. En los últimos 25 años, el ritmo de crecimiento de la economía asiática duplicó el de A.L. y estuvo asociado a una menor volatilidad (Tabla 1). La interacción de ambas economías se ha consolidado fundamentalmente por dos vías: comercio e inversión directa.

Tabla 1. Promedio últimos 25 años*

	Crecimiento	Volatilidad
Sudeste asiático	7,7%	2,1%
Mundo	3,3%	1,0%
EEUU	3,1%	2,0%
América Latina	2,8%	2,3%
UE	2,3%	1,1%

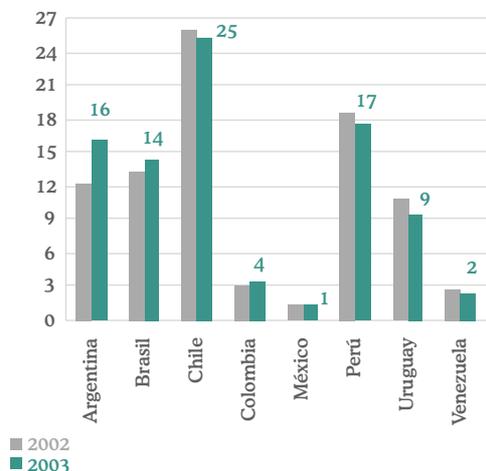
*Datos estimados para 2004
Fuente: Banco Mundial, BBVA

Se analiza el comercio entre ambas regiones, cuota actual, estructura y evolución en la última década. Asimismo, la inversión directa de Asia en América Latina ha estado estrechamente vinculada al desarrollo del comercio bilateral pero destaca, en particular, el papel activo que ha iniciado China en los últimos tres años y que está revolucionando el perfil del inversor extranjero en la región.

Comercio con Asia

Desde 1990, Asia ha mantenido su cuota en las exportaciones mundiales entre 20-26%, a diferencia de la tendencia general alcista mostrada por A.L. Aún así, la participación de A.L. en el comercio mundial está por debajo, no sólo de Asia en su conjunto sino que incluso fue superada por China en 2003. China duplicó su cuota en un periodo de diez años y en 2004, se estima alcanzó 6,5%. En cuanto al comercio interregional, las exportaciones de América Latina hacia Asia representaban un 8% del total de sus exportaciones en 2003, siendo más importantes para Chile, Perú y Argentina (Gráfico 1).

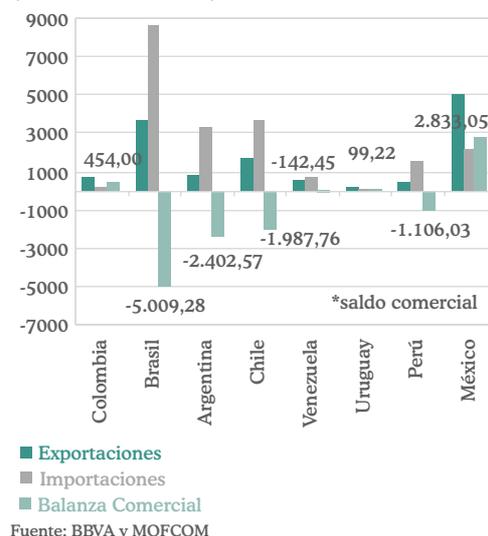
Gráfico 1. Exportaciones hacia Asia
(en % del total de exportaciones)



El principal destino de las exportaciones latinoamericanas sigue siendo Estados Unidos, mientras que su mercado intra-regional recibe sólo un 15,6% de las exportaciones totales. La situación para Asia es a la inversa: el comercio intra-regional ha crecido en media un 14% desde 1983 y recibe el 50% del total, mientras que A.L. es su cuarto mercado de destino, con una cuota del 2% de sus exportaciones totales y por delante de África y Europa del Este.

Entre 1999-2003, caben destacar cambios en las exportaciones de A.L. hacia Asia, tanto en relación con la importancia relativa de los países de destino como en la estructura de los bienes comerciados. En términos corrientes, las exportaciones hacia Japón disminuyeron un 22%, mientras que aumentaron cerca del 40% hacia ASEAN4 (Hong Kong, República de Corea, Taiwán y Singapur) y hasta cinco veces con China. La principal causa de este cambio ha sido el proceso de reestructuración del tejido industrial de Japón y su deslocalización a China y países del sudeste asiático. En términos sectoriales, las exportaciones de A.L. que más se incrementaron fueron productos de industrias extractivas y agrícolas y, en particular, las exportaciones de tejidos hacia China se multiplicaron por un factor 15, el mayor incremento por delante incluso de metales, materias primas y productos agrícolas. El sector de tejidos podría ser, por tanto, un sector potencial de exportaciones latinoamericanas. En 2003, China tenía una cuota mundial del 23% en prendas de vestir pero sólo 16% en tejidos. Luego a medida que aumente su producción de prendas, aumentará también su demanda de tejidos. En cualquier caso, las exportaciones totales de A.L. hacia China experimentaron un empuje espectacular a partir del año 2000. De hecho, en 2004, China presentaba déficit comercial con los principales países de la región, salvo México y Colombia (Gráfico 2).

Gráfico 2. Comercio China con Latam 2004
(en millones de US\$)



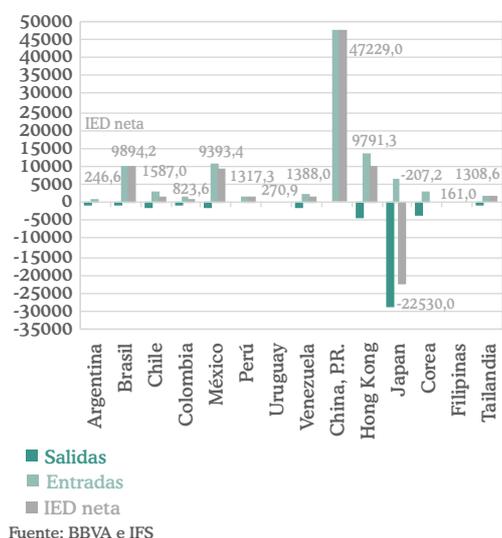
Inversión Directa en América Latina

La interrelación financiera entre A.L. y Asia por inversiones directas, está estrechamente relacionada con el comercio bilateral entre ambas regiones. Según el último informe de Naciones Unidas, los países emergentes recibieron en su

conjunto, un 42% de los flujos de inversión extranjera directa (IED) global –50% más que en 2003– alcanzando 255 mil millones de dólares en 2004. Entre ellos, Asia fue el principal receptor de IED por 166 mil millones de dólares, mientras que A.L. recibió 69 mil millones de dólares. Esta diferencia en la IED recibida es aún más llamativa si tenemos en cuenta que, en 1999, ambas regiones estaban a la par.

Los protagonistas de la IED en Asia son China y Hong Kong, como principales receptores netos y Japón, como principal inversor asiático en el exterior (Gráfico 3).

Gráfico 3. Flujos de inversión directa 2003
(en millones de US\$)



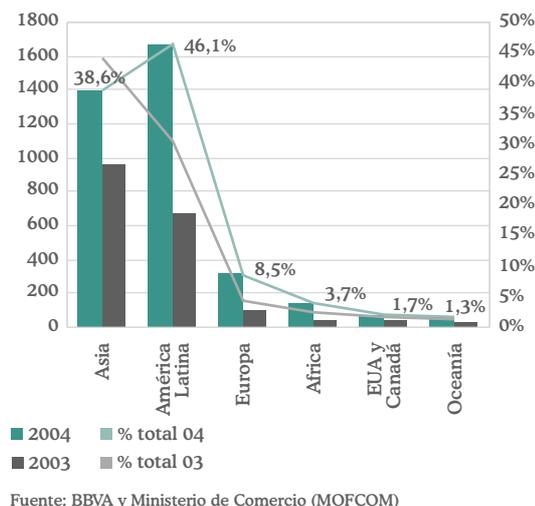
Para las dos mayores economías asiáticas, la inversión en A.L. ha evolucionado de forma divergente:

- En Japón, según los últimos datos oficiales, la inversión total hacia A.L. en la primera mitad de 2004 disminuyó un 18% con respecto al mismo periodo del año anterior, hasta 2.860 millones de dólares (Eur 2.200 millones). En 2003, la inversión anual en A.L. ascendía a 5.700 millones de dólares (Eur 4.400 millones), un 14,6% de su inversión total en el extranjero. El 90% se destinó a los sectores de minería y servicios (seguros, financieros, transporte) y el resto en el sector de transformación (alimentación, metales, equipos de transporte y maquinaria).

- China, en cambio, ha tenido un papel como inversor poco relevante hasta el momento. Sin embargo, esta situación podría cambiar a medio plazo. En 2004, la inversión china en el extranjero incrementó un 27% respecto al año anterior, alcanzando 3.619 millones de dólares (Eur 2.800 millones). Según datos del ministerio de comercio chino (MOFCOM), el saldo acumulado de la inversión china desde 1979 hasta 2004 es de 37.000 millones de dólares (Eur 28.500 millones) y está constituido por un total de 829 empresas, un 62,5% más que el año anterior. Los principales sectores de inversión fueron minería (52,8%), servicios comerciales (26,5%) y manufactura (13,5%). En 2004, A.L. recibió 46,2% del total de la inversión china, superando

por primera vez a Asia como destino preferente (gráfico 4).

Gráfico 4. Inversión china en el extranjero
(en millones de US\$ izqda., % sobre inversión total dcha.)



La inversión está realizada por grandes conglomerados estatales con el objetivo de asegurar el suministro de recursos naturales pero va acompañada de ayudas millonarias y cooperación en las áreas más necesitadas de cada país. Los principales países de destino hasta ahora son islas Caimán, Brasil, México, Chile, Argentina, Perú y Venezuela. Sin embargo, la inversión china no se detiene allí. Su demanda creciente de energía, le ha llevado a fijarse en países poco explotados como Bolivia, Ecuador y Colombia. En este último país, proyecta construir un oleoducto y convertir Colombia en el puerto de exportaciones de crudo de Venezuela hacia Asia. En Venezuela, ya ha firmado acuerdos para recuperar 15 refinerías con una capacidad conjunta de mil millones de barriles (equivalente a la producción anual total de Venezuela), pre-acuerdos de ampliación de las refinerías que ya operan con capital chino y un *joint-venture* para la exploración de sus reservas de gas natural. Estos acuerdos podrían ser más trascendentales que los alcanzados con Brasil y Argentina, a pesar de la menor atención recibida por los medios de comunicación.

Conclusión

La participación de Asia en el comercio mundial de mercancías supera por cuatro veces la correspondiente a A.L. Sin embargo, Asia es importadora neta de la región, salvo por México y Colombia, principalmente de productos agrícolas, alimentos y recursos naturales. En la última década, las exportaciones latinoamericanas aumentaron cerca del 40% hacia el sudeste asiático y hasta cinco veces hacia China.

Asimismo, la inversión asiática en A.L. ha estado estrechamente ligada al desarrollo del comercio bilateral. Japón es el principal inversor asiático pero China comienza a destacar, no sólo por el rápido ritmo de crecimiento de sus inversiones sino, sobre todo, por su papel de aliado estratégico, en particular, con Venezuela y Cuba, que está configurando un nuevo mapa de relaciones diplomáticas en la región.

Una visión de corto y largo plazo de las divisas latinoamericanas

Divisas latinoamericanas, en la ola del rally

En el último año, las divisas latinoamericanas, al igual que los activos de renta fija y renta variable, se han visto beneficiadas por la significativa entrada de flujos de capitales de cartera en la región en un contexto de bajos tipos de interés en los países industrializados y del proceso de búsqueda de rentabilidad. La moderada recuperación de la Inversión Extranjera Directa (IED) también ha sido un soporte para los tipos de cambio en América Latina. Otro factor de apoyo ha sido el choque positivo de términos de intercambio, principalmente en los países especializados en materias primas. En balance, Brasil y Colombia han sido las monedas que más se han apreciado con el dólar, a la vez que los importantes diferenciales de inflación con la economía estadounidense han generado una apreciación efectiva real aun superior. Ambos países, además, continuaron acumulando reservas durante 2004, un fenómeno que se ha observado de forma generalizada a nivel regional, aunque a menor ritmo que en 2003. Además, el caso colombiano destaca por ser el único país en la región que ha relajado su política monetaria en el último año bajando los tipos de interés de corto plazo en torno a 40 puntos básicos, en un contexto de ciclos alcistas de tipos a nivel internacional. Es importante destacar que esta apreciación de las divisas latinoamericanas con el dólar se ha producido en un contexto de debilidad de la moneda estadounidense ante las dudas sobre la sostenibilidad de su déficit exterior y la "baja calidad" de los flujos que lo financian. Aun así, las monedas latinoamericanas, a excepción del peso mexicano, han mostrado una fortaleza relativa en comparación con las principales divisas del mundo.

Tipos de cambio en América Latina

Divisa/\$	Variación % 12 meses*			
	TC nominal frente al \$	TC Real frente al \$	ITCER	
Argentina	2,92	1,8%	-5,4%	1,1%
Brasil	2,76	-5,1%	-15,1%	-13,0%
Chile	592	-2,9%	-1,4%	1,9%
Colombia	2385	-10,8%	-15,9%	-14,9%
México	11,22	2,2%	-0,6%	0,0%
Perú	3,26	-5,8%	-5,5%	-2,8%
Venezuela ¹	2147	12,0%	-1,6%	5,4%

* Al mes de febrero. Un aumento significa una depreciación.

¹ Para el cálculo del TCR y el ITCER, la devaluación del 12% (3 de marzo) se ha supuesto en febrero.

Fuente: Bloomberg y BBVA

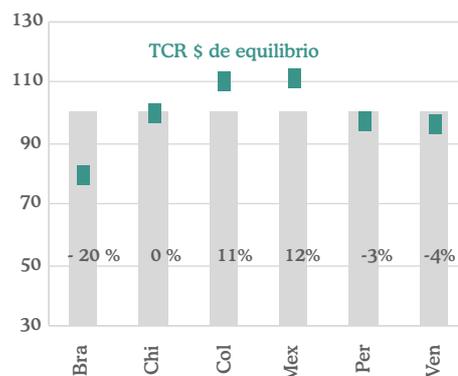
¿Cuán lejos están de su nivel de equilibrio?

Para anticipar la evolución de las divisas a medio plazo resulta útil analizar la posición en la que se encuentran respecto a su nivel de equilibrio o de largo plazo. Sin embargo, este nivel es difícil de estimar. Una primera aproximación se obtiene utilizando la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA), esto es, la idea de que en periodos prolongados del tiempo, la evolución de los tipos de cambio se puede aproximar por los precios relativos de canastas de bienes similares, en ausencia de costes de transporte. Para obtener la PPA, se ha estimado una ecuación para el tipo de cambio con el dólar de cada país en base a los diferenciales de inflación. En

este caso, la constante estimada representa el tipo de cambio real de equilibrio.

Estimación del tipo de cambio real con el \$ según la PPA

(TCR con \$ feb.05=100)



* Un valor más alto implica un tipo de cambio real más apreciado. La PPA arroja una infravaloración superior al 20% en el caso de Argentina.

Fuente: BBVA

En base a los resultados que arroja la PPA podrían agruparse los países en tres grandes grupos. En un primer grupo se encuentran Chile, Perú y Venezuela que están relativamente alineados con su nivel de equilibrio de largo plazo. En el segundo grupo se encuentran Brasil y Argentina, que mostrarían una infravaloración en términos reales. En tercer y último lugar, se sitúan México y Colombia en una posición de sobrevaloración cambiaria en torno al 10% con el dólar.

Una segunda aproximación al tipo de cambio de equilibrio se basa en el enfoque de Balanza de Pagos o sostenibilidad externa. Este enfoque ha tomado especial relevancia en la década de los noventa para los países emergentes, dadas las sucesivas crisis de balanza de pagos unidas a devaluaciones cambiarias bruscas. Para ello se utilizará un modelo simple¹ que se basa en dos conceptos: (i) existe un tipo de cambio que garantiza la obtención de una balanza exterior "sostenible" y (ii) la dolarización de los pasivos externos evita que el tipo de cambio real de equilibrio sea infinitamente depreciado para impulsar el sector exterior. Es decir, el modelo incorpora el efecto de hoja de balance negativo que genera una depreciación real. La expresión para el tipo de cambio real de equilibrio que arroja el modelo tiene los siguientes determinantes:

$$e = f(g, g^*, \pi^*, r, i, B_0, \beta, \gamma, \eta)$$

Los primeros cuatro se refieren a variables económicas: g : crecimiento del PIB; g^* : crecimiento del PIB mundial; r : tipo de interés nominal de la deuda externa; π^* : inflación en EE.UU.; i : flujos netos de capital, excluyendo deuda, como % del PIB; B_0 : stock de deuda externa (pública y privada). Los cuatro últimos son parámetros del modelo que deberán estimarse: β : elasticidad de la balanza comercial al crecimiento del PIB; γ : elasticidad al crecimiento mundial; η : elasticidad al tipo de cambio real.

¹ Para detalles del modelo, consultar Jorge Blázquez y Luciana Taft: "La sostenibilidad de la deuda externa en economías emergentes", *Hacienda Pública Española/Revista de Economía Pública*, julio 2003, pp. 157-183.

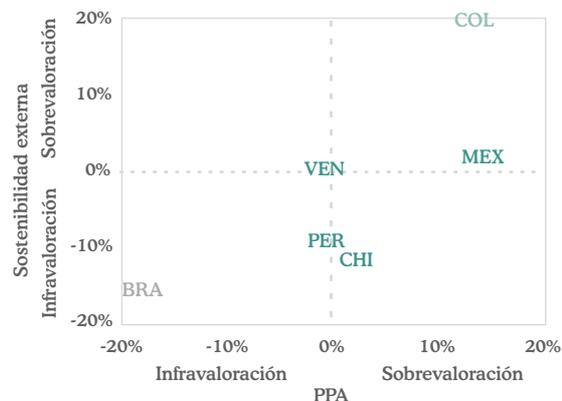
Para obtener el nivel de equilibrio del tipo de cambio real deben hacerse supuestos sobre las variables económicas en consideración. En cuanto al crecimiento económico se ha supuesto que el crecimiento potencial es igual a la media del crecimiento de los últimos cuarenta años (3,9% en América Latina y 3,2% en el mundo). La inflación estadounidense esperada en el largo plazo se ha fijado en el 2,5%. El tipo de interés correspondiente a la deuda externa² es la suma del tipo de largo plazo en EE.UU (5,7%³) más el *spread* soberano. Para este último se ha dividido la muestra de países en dos grandes grupos. Por un lado, los que no están calificados como *Investment Grade* (todos excepto México y Chile), a los que se les ha aplicado el *spread* medio para América Latina desde 1990, excluyendo períodos de crisis financieras en donde la prima de riesgo ha superado los 1000 puntos básicos de forma sostenida⁴. Dicho *spread* medio se sitúa en 620 puntos básicos. Para el grupo de los *Investment Grade* se ha computado la media del *spread* soberano desde que gozan de la calificación de grado de inversión, febrero de 2002 en México y diciembre de 1992 en Chile. En este caso, las medias se sitúan en 250 y 150 puntos base, respectivamente. La última de las variables económicas relevantes son los flujos netos de capitales excluyendo deuda, como porcentaje del PIB. Existe una marcada diferencia entre la década de los ochenta o “década perdida” (-1,3% del PIB en América Latina) en la que se produjo una crisis de deuda externa en la región y la primera parte de los años noventa (1,8% del PIB). El supuesto que se hará es que se comportarán como en este último período, aunque pueda lucir relativamente optimista.

Respecto a los parámetros del modelo, se ha estimado un panel de datos con efectos fijos para 12 países latinoamericanos en el período 1991-2004 en el que la variable dependiente es las exportaciones netas como porcentaje del PIB. La elasticidad estimada al crecimiento mundial se sitúa en 0,8, al crecimiento doméstico en -0,16 y al tipo de cambio real en -0,16 (suponiendo que un aumento significa una apreciación real)⁵.

Una vez hechos los supuestos sobre las variables relevantes y estimados los parámetros que intervienen en el cálculo de tipo de cambio real de equilibrio, se vuelve a analizar la posición respecto al nivel de largo plazo según el enfoque de balanza de pagos. En el siguiente gráfico se presentan los resultados que arrojan ambas metodologías⁶:

A partir del gráfico se deduce que no hay inconsistencias significativas entre ambos métodos. En general, se puede seguir afirmando que las divisas de Venezuela, Perú y Chile están más o menos en equilibrio. Brasil y Argentina también presentan monedas infravaloradas según este enfoque, mientras que

Desviación de las divisas latinoamericanas respecto a su nivel de largo plazo



Fuente: BBVA

la divisa colombiana estaría sobrevalorada en una cuantía de un 20% aproximadamente. En el caso mexicano, la sobrevaloración que aporta la PPA en contraste con el enfoque de balanza de pagos se podría explicar por el cambio estructural que ha tenido México en los últimos años en relación a la financiación de “mejor calidad” de su déficit externo (completamente con IED). Además, las remesas de inmigrantes, que representan el 2,5% del PIB, están contribuyendo a disminuir las necesidades de financiación externas. Este cambio en el sector externo mexicano indicaría que el país podría gozar de un tipo de cambio real de equilibrio más apreciado de lo que indicaría la paridad del poder de compra.

¿Hacia dónde van las divisas en 2005?

Previsión para diciembre de 2005

Divisa/\$	Variación % 12 meses*			
	TC nominal frente al \$	TC Real frente al \$	ITCER	
Argentina	3,00	1,0%	-7,6%	-8,8%
Brasil	2,90	6,8%	3,3%	3,6%
Chile	575	0,2%	0,5%	0,0%
Colombia	2676	11,2%	8,0%	7,8%
México	11,80	5,8%	4,0%	4,1%
Perú	3,30	0,6%	0,8%	0,0%
Venezuela	2150	12,0%	-6,1%	-6,9%

* Un aumento significa una depreciación.

Fuente: BBVA

Se anticipa una relativa estabilidad o apreciación en términos reales, a excepción de México y Colombia. Este hecho sería consistente con el análisis de largo plazo dado que estas dos monedas serían las que poseen cierto margen depreciador. El peso argentino, por su parte, corregirá parte de su infravaloración real vía inflación. Es importante destacar que de continuar la actual coyuntura de “idilio con emergentes” la presión de apreciación continuaría, teniendo en cuenta, además, que el dólar seguirá moviéndose en niveles depreciados en torno a 1,35 con el euro. En todo caso, nuestro escenario central es que el repunte gradual de tipos de interés en EE.UU contribuirá a agotar paulatinamente el *rally*, quitando presión apreciadora sobre las divisas.

Luciana Taft

luciana.taft@grupobbva.com

² En el trabajo “La sostenibilidad de la deuda externa en economías emergentes” se argumenta que debe tomarse sólo el tipo de interés de la deuda en manos de acreedores privados. La deuda otorgada por organismos multilaterales o “créditos blandos” distorsionan el análisis e sostenibilidad.

³ Suponiendo un crecimiento de largo plazo de 3%, una inflación esperada el 2,5% y una prima temporal de 20 puntos básicos.

⁴ Los períodos de crisis que se han identificado son la crisis mexicana en 1995, la crisis rusa en 1998 y el último trimestre de 2002 con la incertidumbre global y problemas de deuda en Brasil.

⁵ Además se incluye el precio del petróleo estandarizado como variable de control para los países petroleros de la muestra (Venezuela, Ecuador y Colombia) y un término autorregresivo de primer orden en el error.

⁶ En el caso argentino la infravaloración supera el 20% según el enfoque de balanza de pagos.

Brasil: perspectivas a mediano plazo

2004: Los datos confirman el buen desempeño

A fines de febrero fue publicado el informe de Cuentas Nacionales para el año 2004. En él se encuentra que el PIB brasileño creció 5,2%, amparado por una fuerte demanda externa (exportaciones crecieron 18,1%) y por una demanda interna en recuperación (consumo creció 4,3% e inversión creció 10,9%). A pesar del aumento de 14,1% en importaciones, la cuenta corriente fue superavitaria llevando a una apreciación real de 8,2% en el tipo de cambio.

El gobierno dictó prudencia con un superávit primario equivalente a 4,6% del PIB. La deuda total del gobierno se redujo a 51,8% del PIB (5,4 pp menos que en 2003). Las reservas brutas terminaron el año en 53.000 millones de dólares. La composición de la deuda también mejoró ya que la fuerza del real generó una ventana de oportunidad que el gobierno aprovechó para reducir su deuda indexada al dólar.

La expansión de la demanda interna generó presiones inflacionarias, pero éstas fueron confrontadas por importantes subidas de la SELIC (tipo de interés de referencia manejado por el Banco Central). La SELIC terminó el año en 17,75% mientras la inflación acumuló 7,6% (1,7 pp menos que en 2003).

2005 y 2006: ¿Se mantiene la tendencia?

¿Puede Brasil repetir el desempeño del año anterior? La evidencia existente a fines del primer trimestre confirma lo que se pronostica desde hace un año: que la economía se desacelerará en 2005. En el último trimestre de 2004 la capacidad utilizada¹ llegó a 86,1%, el nivel más alto en más de 20 años. La limitada infraestructura también está siendo explotada al máximo de su capacidad, con kilométricas filas de camiones transportando lentamente los productos desde el interior hacia los puertos costeros. La desaceleración del índice de producción industrial en los últimos cinco meses es reflejo de esta situación.

Lo anterior confirma que no existe mucha holgura entre PIB y PIB potencial. El ritmo de crecimiento sólo se podría mantener a través de un cambio significativo de la productividad de la economía o, transitoriamente, generando inflación. No existe evidencia de un cambio en la evolución de los índices de productividad y tampoco se espera que el Banco Central permita escapadas inflacionistas. Es así como esperamos que en 2005 Brasil crezca un 3,7%, rumbo a un crecimiento de largo plazo de 3% anual.

Las restricciones de la economía real también se manifiestan en presiones inflacionarias, las cuales se han acrecentado a pesar de la apreciación del real. En lo que va del año el Banco Central ha subido la Selic en todas sus reuniones mensuales, para pasar de 17,75% (fin de 2004) a 19,25% (marzo de 2005). De mantenerse esta política ortodoxa Brasil terminaría el año con una inflación del 5,7%.

¹ Índice elaborado por la Fundación Getulio Vargas.

Las cuentas externas continúan muy sólidas. A pesar que el superávit de cuenta corriente observado en febrero fue mucho menor que el esperado por el consenso, la balanza comercial se mantiene en sólido superávit. Esta caída transitoria en cuenta corriente se explicó por un elevado flujo de repatriación de utilidades, efectuado por firmas extranjeras que vieron una oportunidad en el dólar a sólo 2.55 reales (comparado con un dólar que llegó a 3.21 en mayo de 2003).

La fortaleza de la cuenta corriente, la liquidez internacional y la baja probabilidad de una crisis interna nos llevan a esperar que el real sostenga el paulatino ajuste en términos reales hacia su nivel de equilibrio. En este sentido observamos que gran parte de la depreciación real observada en 2004 ya fue corregida y esperamos que el tipo de cambio termine el año en 2,9 reales por dólar.

Existió un fuerte ajuste en Febrero producto de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario. La razón oficial entregada por este organismo fue la necesidad de recomponer el nivel de reservas. Lo cierto es que los 5.946 millones de dólares acumulados en lo que va de año sobrepasan el superávit de la cuenta corriente acumulado en el mismo período.

¿Por cuánto tiempo intervendrá el Banco Central? Consideramos que no por mucho tiempo más, al menos al nivel con que lo ha estado haciendo en el último tiempo. Suponiendo que el *inflation targeting* determina la masa monetaria, el Banco Central recauda divisas a costa de bonos domésticos. Esto hace muy costoso mantener o incrementar reservas que otorgan retornos históricamente bajos. Por otro lado, los beneficios presentan retornos fuertemente decrecientes, en especial con una deuda cada vez menos indexada al dólar.

Los riesgos internos siguen acotados. Cabe mencionar la creciente hostilidad exhibida por el nuevo jefe de la cámara de diputados, Severino Cavalcanti. En los dos meses que lleva en el cargo, el diputado ha sostenido una fuerte crítica al gobierno de Lula aparte de propiciar el paso de varios paquetes que aumentan la carga del gobierno.

Pero el mayor riesgo sigue estando asociado a variables externas, en especial a una fuerte caída de la liquidez internacional. Es por ello que Brasil se suma al resto de países que serían impactados por un cambio brusco de sentimiento de la FED.

Para 2006, nuestro escenario base muestra un crecimiento del 3% (mayor al promedio exhibido en los últimos 20 años) con una inflación controlada en 4,5% y terminando el año con un real en 3,1. Este escenario benigno (aunque no alentador) no se verá perjudicado por las elecciones presidenciales. La volatilidad exhibida en episodios pasados ha sido superada con la elección de Lula, ya que ahora no existe una alternativa real de poder que promulgue políticas económicas fuera del pragmatismo, es decir, de ortodoxia monetaria y fiscal combinada con políticas sociales amplias.

Petróleo

China siempre China

El principal foco de atención de los participantes en el mercado petrolero en la actualidad es sin duda China. Cualquier declaración o nuevo dato sobre el consumo energético y la evolución económica de ese país bastan para perturbar los precios del petróleo. China se ha convertido en el segundo importador de crudo después de Estados Unidos. En 2004 sus importaciones registraron un aumento del 34,8%. Sin embargo, las importaciones chinas sólo representan el 34% de la demanda de los Estados Unidos y el equivalente al 30% de los requerimientos de crudo importado de ese país. Por lo que cabe preguntarse ¿porqué tienen un mayor impacto sobre los precios del petróleo las noticias sobre China que las referidas a Estados Unidos? En particular, ¿por qué no se han percibido presiones a la baja sobre el precio del petróleo dada las perspectivas actuales del consumo energético estadounidense?.

Los inventarios de productos petroleros estadounidenses han venido recuperándose hasta el punto en que puede afirmarse que Estados Unidos esta hoy bien abastecido. Los inventarios de gasolina están un 5% por encima del nivel máximo de los últimos cinco años. El stock de crudos supera en 16% al que se mantenía en abril del año pasado. Estos inventarios, los de gasolina y crudo, son los relevantes de cara a los próximos dos trimestres (primavera y verano). En lo que va de año los mismos se han incrementado en un promedio de 375 mil barriles diarios. El resto de los productos, destilados y propano, debido al fuerte invierno, entran a la primavera en el nivel más alto de los últimos cinco años (propano) y cerca del nivel mínimo de los últimos cinco años (destilados). A pesar de estas buenas noticias respecto a los inventarios y a la reducción prevista en el ritmo de crecimiento de esta economía en 2005 (lo que reducirá el ritmo de incremento de la demanda de petróleo estadounidense a 1,6%, casi la mitad que la del año previo), el mercado ha seguido dominado por el temor a la escasez impulsando así los precios a niveles record.

Pero la pasión del mercado petrolero por el devenir chino, no sólo ha restado protagonismo a la economía estadounidense sino también a la OPEP. Los precios alcanzaron niveles históricos máximos el miércoles 16 de marzo, coincidiendo con la inesperada decisión del Consejo de Ministros de la OPEP de incrementar las cuotas de producción del cartel en un total de 500.000 barriles diarios y autorizar al Presidente de la organización a aprobar (previa consulta telefónica con los restantes ministros) un nuevo incremento de la producción antes de junio (fecha de la próxima reunión ministerial) en 500.000 barriles de mantenerse los altos niveles de precios.

La explicación de este rol estelar cobrado por China en el mercado petrolero obedece al hecho de que en los últimos cinco años el 75% del incremento de la demanda que se ha generado se ha debido a países emergentes y principalmente de China. Las perspectivas sobre el consumo energético chino no sólo están determinadas por el creci-

miento de su economía, sino que obedece también a la decisión del Gobierno Chino de adquirir petróleo equivalente a 30.000 millones de dólares, para la construcción de reservas estratégicas. En tres o cinco años, planean que las reservas de China podrían llegar hasta los 30 días de consumo, y hasta los 90 días en el año 2015, lo que representará unos 550 millones de barriles. Dados estos elementos, el mercado percibe un gran potencial de crecimiento adicional de la demanda petrolera china, que ya representa un 35% del crecimiento que se espera para este año, con un incremento de las necesidades de crudo importado por el orden del 20%. Sin embargo, el mercado parece estar sobre-estimando este potencial en lo que respecta al corto plazo, dado que la probabilidad de que el Gobierno Chino pueda comenzar a construir de manera agresiva este stock de inventarios en el corto plazo es baja, en virtud de que los requerimientos de infraestructura que conlleva esta estrategia imponen limitaciones a su ejecución masiva e inmediata. Constituye, sin embargo, un elemento a vigilar de cara a los próximos años.

\$/b	Escenario Base		\$/b	Escenario Base		
	WTI	Brent		WTI	Brent	
2002:I	21,6	21,1	2005:I	49,0	47,6	
2002:II	26,3	25,1	2005:II	44,5	43,3	
2002:III	28,3	27,1	2005:III	42,7	41,5	
2002:IV	28,2	26,8	2005:IV	41,0	39,8	
2003:I	33,9	31,3	2006:I	39,3	36,0	
2003:II	30,0	27,0	2006:II	38,9	36,7	
2003:III	31,0	28,6	2006:III	38,3	37,2	
2003:IV	29,9	28,5	2006:IV	37,4	36,3	
2004:I	35,2	31,8	2007	26,1	25,0	
2004:II	38,4	35,5	2008	31,2	28,9	
2004:III	44,1	41,7	2009	41,2	38,6	
2004:IV	47,1	45,3	2010	2005	44,3	43,1
			2011	2006	38,5	36,6

Fuente: BBVA Banco Provincial

Primavera atenuará las presiones

Descontando que el crecimiento de la demanda de crudo importado chino no será superior al 20%, el mercado se aproxima a la Primavera mejor abastecido que los últimos tres años. Las reservas son de mejor calidad, lo que hará que, ante la caída estacional de la demanda de productos propia de este período, se entre a la "temporada de manejo" del verano con un elevado nivel de inventarios de gasolina y crudos que permitirán que se produzca un ajuste a la baja en los niveles de precios, que estimamos se ubique en torno al 8,7% en el segundo trimestre en términos promedio. Sin embargo, los temores que mantienen muchos participantes en el mercado de un sorpresivo incremento en la demanda china se ha constituido un factor alcista, que nos conduce a una revisión de nuestro escenario anterior, que se traduce en un alza de 9% en el precio del Brent que pronosticábamos en nuestro escenario previo, para una media en 2005 de 40,6 dólares por barril.

Giovanni di Placido
giovanni_diplacido@provincial.com

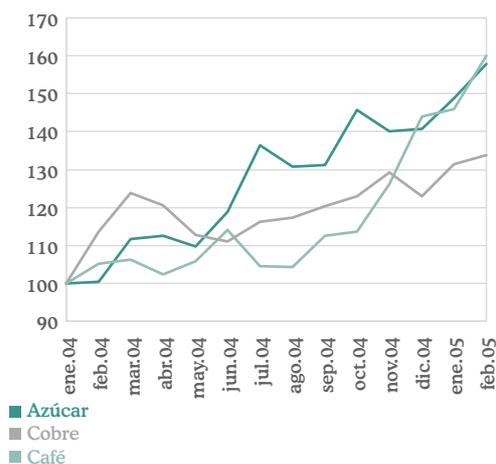
Materias primas

Los precios siguen a la alza

Uno de los principales acontecimientos en lo que va del año para América Latina ha sido la perseverancia en los altos precios de las materias primas y los bienes agrícolas.

Precio de materias primas

(ene. 2004=100)



Fuente: BBVA

En particular, el precio de la principal exportación latinoamericana (el petróleo) se recuperó después de una bajada temporal en el mes de diciembre, para recobrar su tendencia alcista y ubicarse en niveles superiores al promedio del año pasado (ver cuadro de Petróleo).

Con respecto a los demás productos, son de resaltar los aumentos en los precios del cobre y el café. En particular, los precios del metal se han incrementado un 8,8% desde diciembre mientras que el coste del aromático lo ha hecho en más del 35%. Dado que las ventas al exterior de estos dos bienes suponen alrededor del 20% del total de las exportaciones de la región, se espera que dichos incrementos sean beneficiosos para América Latina. En ambos casos, el incremento en precios puede explicarse por factores tanto de demanda como de oferta. Por ejemplo, de acuerdo a la Comisión Chilena del Cobre, durante los últimos seis meses de 2004 los inventarios de este metal en las principales bolsas de metales cayeron un 21%.¹ Por el lado del café, se estima que la producción total de Brasil será alrededor de un 15% menor que lo observado durante el año pasado². Además, en ambos casos la demanda ha crecido debido a la buena coyuntura económica a nivel mundial y particularmente al desarrollo de mercados como el chino.

El Índice BBVA-MAP³ sigue creciendo

En términos nominales, nuestro índice BBVA-MAP se encuentra en máximos históricos empujado principalmente por los aumentos en precios resaltados anteriormente. De esta manera, durante los primeros dos meses del año, nuestro índice de precios de materias primas se ha incrementado un 12,3% y acumula ya un incremento de 30% desde el mes de febrero del año pasado. Asimismo, nuestros índices por países mues-

tran que todas las economías de la región se han beneficiado de la actual coyuntura. Lo anterior es cierto inclusive para Brasil, que aunque es importador neto de petróleo, es uno de los mayores exportadores de café y azúcar. El precio de este último bien ha tenido un incremento importante durante el pasado año. Desde enero de 2004 su coste ha aumentado un 58% y sólo durante estos dos últimos meses un 12%.

BBVA MAP

(1995=100)



Fuente: BBVA

Para el resto de 2005 se prevén descensos en precios pero niveles históricamente altos

Como se explica en el escenario para América Latina, el año 2005 se presenta como un período de crecimiento para los países de la región y, en general, para las principales economías del mundo. De esta manera, esperamos que la demanda por materias primas y bienes agrícolas siga creciendo aunque de manera más moderada que en el 2004. Esta sólida demanda debe ser suficiente para mantener los precios en niveles históricamente altos.

Índice BBVA-MAP de materias primas

(Cambios porcentuales a febrero de 2005)

	Desde enero de 2003	Últimos 12 meses	Últimos 3 meses
BBVA-MAP	28,94%	30,35%	3,54%
SIN PETRÓLEO	17,39%	5,94%	4,76%
COMPONENTES			
Metales	54,26%	12,64%	1,17%
Agrícolas	24,99%	18,84%	10,28%
Energía	21,67%	44,17%	2,15%
PAÍSES			
Argentina	22,70%	-2,20%	1,02%
Brasil	-7,34%	-1,25%	3,71%
Chile	31,41%	6,39%	1,99%
Colombia	35,42%	36,40%	7,04%
México	14,34%	34,52%	1,99%
Perú	21,68%	8,39%	1,55%
Venezuela	44,37%	43,26%	1,98%

Fuente: BBVA

Precios de materias primas

(Promedio del año)

	2003	2004	2005p
Café (US\$ / lb)	0,65	0,85	0,80
Cobre (US¢ / lb)	81,00	126,00	122,00
Oro (US\$ / onza)	364,00	409,85	432,98
Petróleo (US\$ / barril)	29,60	38,60	40,60
Soja (US\$ / ton.)	238,00	267,00	250,00

Fuente: BBVA

¹ Ver *Comisión Chilena del Cobre*, Informe sobre el Mercado del Cobre, Cuarto Trimestre del 2004.

² Ver *Letter from the Executive Director*, International Coffee Organization, February 2005.

³ El índice BBVA-MAP es un promedio ponderado de los precios de las principales exportaciones de materias primas y bienes agrícolas de América Latina.

Alternativas de diseño de los sistemas de pensiones



Fuente: BBVA

III. Bajo la lupa: Sistemas de Pensiones

Los sistemas de Seguridad Social, alternativas y líneas de reforma en América Latina¹

En la edición del año 1999 de la publicación *The future of Social Security*, la Administración de la Seguridad Social de EE.UU. comenzaba con la siguiente pregunta y respuesta: “¿Habrá Seguridad Social para usted? Por supuesto. La única cuestión de veras es qué clase de sistema de Seguridad Social tendremos”. Por tanto, el nivel de protección social y su diseño institucional son fruto de la decisión de los ciudadanos. Las preferencias de los mismos, su aversión a la desigualdad, determinan el tamaño y el funcionamiento del sistema de Seguridad Social.

Aspectos conceptuales e institucionales

Los sistemas de Seguridad Social no son instituciones uniformes, ni entre los diferentes países ni tampoco a lo largo del tiempo. A pesar de ello, en términos generales, por Seguridad Social se entiende el conjunto de medidas adoptadas por el Estado para proteger a los individuos contra aquellos riesgos que jamás dejarán de presentarse por óptima que sea la situación del conjunto de la sociedad en la que viven. Desde un punto de vista teórico, se pueden diferenciar dos grandes sistemas. El primero es el denominado sistema profesional o *bismarckiano*, cuyos rasgos básicos son la cobertura de los ocupados, la determinación de las prestaciones en función de sus aportaciones y la atención de contingencias relacionadas con los riesgos laborales. Frente a él, el segundo modelo, derivado del *Informe Beveridge*, es el modelo universal, cuyo objetivo es la cobertura de toda la población y de todas sus necesidades hasta un nivel de renta de subsistencia. Coherentemente con esta dualidad, los dos grandes objetivos de todo sistema de Seguridad Social son la sustitución de las rentas del trabajo que el individuo deja de obtener por causas fuera de su control (accidente, enfermedad, vejez y desempleo), y paliar situaciones de pobreza, transfiriendo una renta de subsistencia a los individuos de menos recursos.

La necesidad de intervención pública

Existe una vasta literatura teórica que apoya la intervención del Sector Público en la protección de los riesgos sociales². La justificación básica es de carácter paternalista. Si la sociedad considera que no se puede dejar sin asistencia a individuos que realizan previsiones inadecuadas de sus riesgos futuros, y éstos efectivamente se materializan, existen argumentos para obligarlos a suscribir coberturas. En segundo lugar, la situación de pobreza sufrida por aquellos individuos “imprevisores” puede generar externalidades negativas sobre el conjunto de la sociedad, en la medida en que ésta tenga establecidos programas de apoyo económico a los mismos. Cabe la posibilidad de que los costes de estos programas sean superiores a los incurridos en los sistemas previsionales. Finalmente, la existencia de asimetría en la información provoca problemas de “riesgo de manipulación y oportunismo” (*moral hazard*) y de selección adversa (*adverse selection*), generadores de fallos de mercado. Estos riesgos pueden ser mejor controlados por el Sector Público. Ahora bien, como es conocido en la literatura de Economía Pública, esta intervención del Estado no implica que sea éste quien gestione por sí mismo las pensiones. Su papel puede limitarse a obligar a los individuos a suscribir los planes ofrecidos por el sector privado. Sólo en la medida en que los riesgos se consideren riesgos sociales (esto es, aquellos que de producirse afectarían a un conjunto muy numeroso de la población en un momento preciso del tiempo), que se persigan objetivos de equidad y que los costes de transacción

¹ Este artículo se basa en una serie de trabajos realizados con motivo del Pension Reform. Forum “Transition Issues and Deepening Reforms”, organizado por el Banco Interamericano de Desarrollo en Washington D.C. en diciembre de 2004. Los trabajos presentados se pueden encontrar en http://www.iadb.org/sds/ifm/publication/gen_407_3231_e.htm.

² Para un enfoque más específico de Economía Pública, véase Stiglitz (2000).

sean inferiores en el caso de gestión pública, debe ser el propio Sector Público el que gestione directamente las pensiones.

Los sistemas de Seguridad Social admiten básicamente dos formas de financiación: a cargo del Estado y a cargo de los afiliados. Esta última se puede instrumentar en un sistema de reparto, basado en un contrato intergeneracional implícito, en el que las aportaciones de los cotizantes del año financian las prestaciones de los beneficiarios en el ejercicio corriente. O bien, en un sistema de capitalización, empleando técnicas de ahorro y constitución de reservas para hacer frente a los gastos futuros. Además, los sistemas de reparto admiten la constitución de Fondos de Reserva, con el objeto de suavizar el impacto de las fases de desaceleración económica, bien sobre las prestaciones de los beneficiarios del sistema, bien sobre las aportaciones de los trabajadores en activo.

Asimismo, los sistemas de protección social se han definido tradicionalmente fijando el nivel de beneficios (*defined benefit*). Sin embargo, existe una tendencia creciente, en especial en los programas de pensiones provistos directamente por las empresas - y en algunos casos por el Sector Público (cuentas nocionales) - de fijar el volumen de aportaciones (*defined contribution*), de modo que el riesgo derivado de las fluctuaciones de los mercados financieros en los que se invierten los recursos acumulados se trasladan sobre el asegurado. Por último, los sistemas que incluyen acumulaciones de fondos pueden obligar a que éstos se materialicen en títulos de deuda pública o bien permitir su diversificación. En la práctica, los sistemas de Seguridad Social combinan buena parte de los diseños institucionales descritos en sus diferentes prestaciones, demostrando que, en definitiva, no existen modelos óptimos únicos.

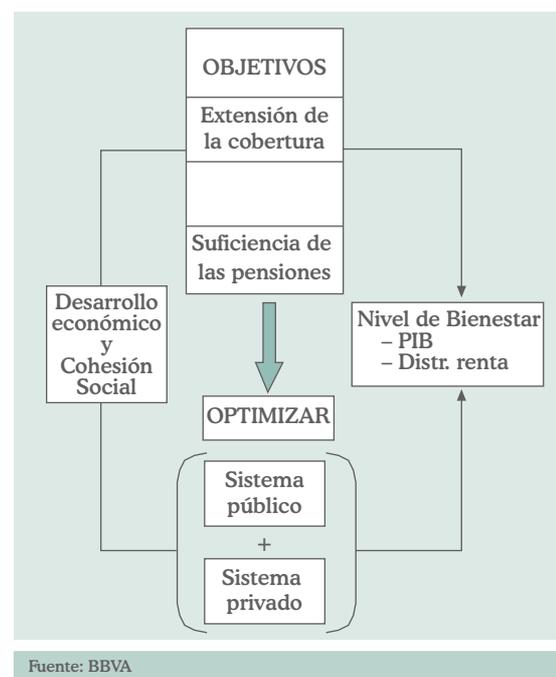
La necesidad de reformar conjuntamente los subsistemas público y privado en América Latina

La tesis de BBVA, tras más de 20 años de experiencia como administrador de Fondos de Pensiones en América Latina es que los sistemas de previsión reformados han contribuido positivamente al desarrollo y a la estabilidad, tanto económica como social, de los países en los que se realizaron³. Sobre esta base, parece oportuna una revisión del marco institucional con el fin de perfeccionar aquellos mecanismos que se han revelado imperfectos y complementar dichas reformas con avances en la gestión de las políticas públicas y en las labores de supervisión. Para ello, el análisis se ha de abordar considerando conjuntamente los subsistemas público y privado de Seguridad Social, dado que es la combinación de ambos la que ha de alcanzar los objetivos definidos de cobertura y sustitución de rentas.

Propuestas para una Nueva Agenda de reformas previsionales

En este sentido, y de manera similar a la *Agenda de Barcelona para el Desarrollo*, suscrita en 2004 por un grupo de economistas⁴ como superación del *Consenso de Washington*, es momento de suscribir una nueva agenda de reformas de los sistemas de pensiones. Un buen punto de arranque es adoptar la tercera de sus siete lecciones. “No existe una única política económica que pueda garantizar un crecimiento sostenido. La prioridad es identificar las restricciones que más dificultan el crecimiento (adoptando, eso sí, una metodología de diagnóstico común) y superarlas mediante políticas microeconómicas y macroeconómicas adecuadas”. Como línea general, se debe sostener la bondad de mantener el enfoque “multi-pilar”⁵, potenciando dentro de él, el primer pilar de alivio de la pobreza. Por lo que respecta al pilar voluntario, la experiencia en muchos países desarrollados muestra que

El círculo virtuoso de la protección social

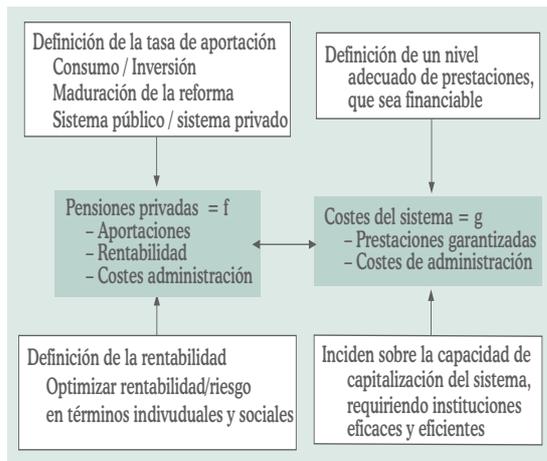


³ Para un análisis de los principales impactos macroeconómicos de los sistemas reformados, véase el artículo de Michele Favre y Joaquín Vial, “Efectos macroeconómicos de la reforma de los sistemas de pensiones”, incluido en la presente edición de *Latinwatch*.

⁴ Véase http://www.barcelona2004.org/esp/banco_del_conocimiento/docs/agenda_esp.pdf

⁵ Para una definición de sus características, así como de la experiencia internacional, véase el artículo de Ángel Melguizo, “Hacia el sistema de pensiones del futuro, una revisión internacional de las reformas”, incluido en esta edición de *Latinwatch*.

La ecuación básica de los sistemas de Seguridad Social en su parte de capitalización individual (segundo pilar obligatorio)



Fuente: BEVA

se ha apoyado en incentivos fiscales dentro de sistemas tributarios modernos, por lo que sólo se puede considerar una vía de futuro en América Latina.

En cuanto al segundo pilar, la experiencia acumulada por los sistemas de capitalización individual y gestión privada en la región parece aconsejar reflexionar sobre una serie de reformas. Para ello, se definen las pensiones del sistema privado de Seguridad Social (en términos de extensión y suficiencia) como una función de los niveles de aportación (según la tasa y la densidad), de la rentabilidad de los recursos acumulados (en términos de rendimiento y volatilidad) y de los costes del sistema. Si se ha de elegir tres ámbitos en los cuales poner el acento de las reformas, éstos son la gestión de las inversiones, la cobertura de contingencias y las tasas de aportación, elementos clave en la determinación de la rentabilidad y de los costes de administración⁶.

Una gestión de las inversiones de los fondos, dirigida a maximizar el capital en el momento de la jubilación de cada afiliado

La primera propuesta es la creación de multifondos especializados por tramos de edad, en línea con la experiencia en Chile y con los avances realizados en Perú y México. Es obvio que un único fondo no puede adaptarse plenamente a las diferentes preferencias de todos los afiliados (que difieren por edad y por perfil de riesgo). La asignación de las aportaciones a un determinado fondo podría hacerse en función de la elección del afiliado y, por defecto, según el correspondiente a su tramo de edad.

En segundo lugar, es indudable que la valoración de los fondos con criterios de mercado facilita la transparencia y evita los arbitrajes entre valor real y valor reconocido contablemente. Pero este método no es conveniente para el fondo para retiros programados y el fondo de colectivos en edad próxima a la de jubilación, por la incertidumbre que puede introducir la volatilidad del precio de los activos en los que se haya invertido.

La tercera línea de reforma consistiría en la eliminación de la garantía de rentabilidad mínima referenciada a la rentabilidad del sistema, que existe en todos los países de América Latina, excepto México y Bolivia, y que incentiva el “efecto manada”. Asociada a esta reforma, se debería eliminar, o al menos reducir significativamente el coeficiente de encaje obligatorio. En cuarto lugar, y como fórmula de garantía alternativa, se podrían introducir límites de riesgo para los fondos en términos de valor en riesgo (VAR) absoluto o valor en riesgo relativo respecto a un *benchmark*, adaptados para cada tipo de fondo

Una propuesta habitual, que debería considerarse, es la flexibilización de la normativa sobre alternativas de inversión, con el objeto de permitir una mayor diversificación de las carteras de los fondos, reduciendo la exposición al riesgo soberano local. Pero siempre que los fondos sigan contribuyendo a impulsar el ahorro nacional y a financiar, de manera más intensa, proyectos de inversión en las economías. Finalmente, se deberían reducir las restricciones normativas de administración fiduciaria, delegando la introducción de “mejores prácticas” a la Administradora de Fondos de Pensiones.

Redefinición de los esquemas de financiación de las coberturas por contingencias

A pesar de las diferencias en importe y estructura entre países, en general las comisiones cobradas por las Administradoras de Fondos de Pensiones deben ser suficientes para: la cobertura de las prestaciones por contingencias (prestaciones no financiadas por las aportaciones del afiliado como consecuencia de la interrupción del proceso de capitalización por causas como la invalidez o el fallecimiento); la

⁶ La relación completa de líneas de reforma se recoge en Taguas y Vidal (2005).

cobertura de los costes de funcionamiento de los procesos delegados al sector privado (comercialización, recaudación, gestión de inversiones y administración general); y la retribución del capital comprometido por las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Por ello, en los sistemas previsionales reformados coexisten dos subsistemas: uno de capitalización individual y contribución definida, y otro de tipo colectivo y solidario y de beneficio definido. El primero de ellos incluye las pensiones de jubilación y constituye el segundo pilar de carácter obligatorio. El segundo cubre las contingencias derivadas de la muerte e invalidez de los afiliados al sistema de capitalización. Ambos son financiados de modo conjunto por las aportaciones individuales de los afiliados. Además, estas pensiones por invalidez y sobrevivencia son un componente de coste muy relevante en los sistemas de previsión social reformados dado que aproximadamente sólo del 70% de los afiliados al sistema de capitalización privado llegan a cobrar una prestación por jubilación. Por ello, los costes de cobertura de contingencias son una de las instituciones del sistema de Seguridad Social que necesita una revisión más profunda, no sólo conceptualmente sino también desde el punto de vista práctico.

La propuesta inicial consiste en la desvinculación entre las comisiones y el coste de cobertura de contingencias. En cambio, éste debe ser entendido como un tipo de prestación a financiar por los fondos o las aportaciones. En términos prácticos, la gestión y el control de los costes vinculados a la cobertura de contingencias requerirá la revisión del importe de las prestaciones comprometidas, del colectivo de los beneficiarios, de la estructura combinada de beneficios y de pensiones y de los patrones técnicos de cálculo para ajustarlos a la experiencia empírica de cada país, en concreto las tablas de mortalidad y los tipos de interés técnico.

Finalmente, las tasas de aportación legalmente establecidas en la región se sitúan en torno al 10% del salario, cuantía que no permite asegurar prestaciones excesivamente generosas incluso en un escenario macroeconómico favorable. Por ello, se debe profundizar en una definición técnica de las mismas en función de los niveles de salario de sustitución deseados. Asimismo, se debe llevar a cabo un proceso de ajuste progresivo de la asignación de su recaudación entre los sistemas público y privado, transcurrido el período de transición.

En conclusión, sólo con una regulación que atienda y limite el alcance de los procesos de administración del sistema de Seguridad Social, y en especial de los procesos de inversión y de cobertura y financiación de contingencias, será posible extender significativamente la cobertura y aumentar los salarios de sustitución. Finalmente, no se debe obviar que la reforma de los sistemas previsionales constituye una herramienta importante de desarrollo económico, pero para que la misma alcance toda su efectividad necesita tanto de los ajustes y mejoras de los sistemas que se han enunciado, como de reformas complementarias en otros ámbitos de los sistemas económicos (en especial, en el mercado de trabajo), financieros y fiscales.

Referencias

- Gill, Indermit; Packard, Truman y Yermo, Juan: *Keeping the Promise of Old Age Income Security in Latin America*. The World Bank y Stanford University Press, 2004.
- Taguas, David y Vidal, Agustín: "Hoja de ruta para la reforma de los sistemas de pensiones en América Latina", de próxima publicación en el libro que recopila las intervenciones en el Pension Reform Forum *Transition Issues and Deepening Reforms*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C., diciembre de 2004.
- Stiglitz, Joseph E.: *Economics of the Public Sector*. W.W.Norton & Co., 2000.
- World Bank, *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and to Promote Growth*. The World Bank y Oxford University Press, 1994.

Principales líneas de reforma en la gestión de las inversiones

- Creación de multifondos por tramos de edad
- Eliminación de la garantía de rentabilidad mínima
- Introducción de límites de riesgo VAR
- Flexibilización de la normativa de inversión

Fuente: BBVA

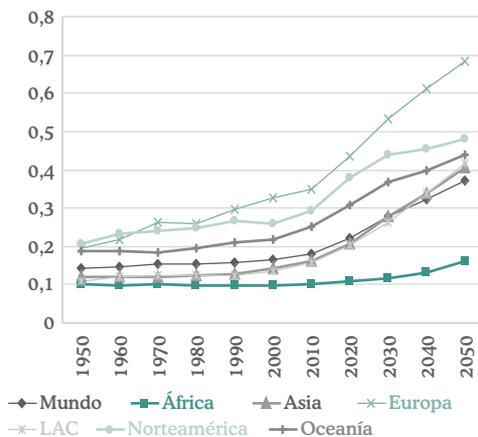
Principales líneas de reforma en la cobertura de contingencias

- Desvinculación entre las comisiones y el coste de cobertura de contingencias
- Revisión de las prestaciones comprometidas
- Revisión del colectivo de beneficiarios
- Revisión de patrones técnicos (mortalidad y tipos de interés)

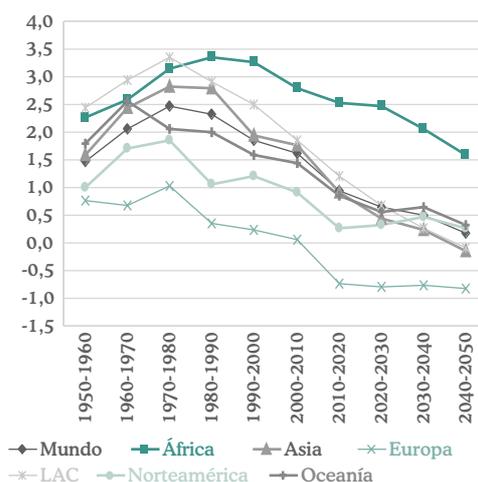
Fuente: BBVA

Gráfico 1. Tasa de dependencia de personas mayores

(Pob 60+ / Pob 15-59)



Fuente: Naciones Unidas

Gráfico 2. Crecimiento anual de la población en edad de trabajar

Fuente: Naciones Unidas

Hacia el sistema de pensiones del futuro, una revisión internacional de las reformas

La implantación en 1981 en Chile de un sistema de pensiones basado en la capitalización individual y gestionado por Administradoras privadas de Fondos de Pensiones supuso la experiencia pionera de reforma estructural de los sistemas de protección social en el final del siglo XX¹. El notable crecimiento económico de Chile posterior a la reforma², unido al surgimiento de tensiones financieras y políticas en las economías emergentes inspiraron a buena parte de éstas a seguir sus pasos. Sobre esta base, la publicación en 1994 del informe *Averting the old age crisis* por el Banco Mundial marcó oficialmente la agenda de las reformas.

La justificación de las reformas desde la experiencia chilena

De manera sintetizada, la justificación de las reformas se basó en la necesidad de fortalecer la posición financiera de las economías y de adaptar las instituciones previsionales al proceso de transición demográfica.

Las tensiones financieras son relevantes tanto en el corto plazo - dada la importancia de la situación fiscal como detonante de crisis macroeconómicas en economías emergentes y la necesidad de disponer de margen financiero para acometer procesos de inversión en educación, sanidad e infraestructuras-, como en el largo plazo debido al proceso de envejecimiento. Éste, a su vez, es fruto de una rápida transición demográfica, caracterizada por la caída de la natalidad (el número de hijos por mujer en el mundo se ha reducido desde 5 en 1970-1975, a 2,7 en la actualidad, y será de aproximadamente 2 en el quinquenio 2045-2050, según las Naciones Unidas) y por el aumento de la esperanza de vida al nacer (46 años en 1950-1995, 65 años en la actualidad y 75 años en 2045-2050). El proceso es compartido por todas las áreas geográficas³.

En el caso de los sistemas de pensiones de reparto, un indicador básico es la tasa de dependencia, aproximada por la proporción de población mayor de 60 años sobre la población en edad de trabajar (de entre 15 y 59 años). En la medida en que ésta sea reducida, las pensiones financiadas serán de mayor cuantía, o bien los tipos de aportación podrán ser más reducidos. En cambio, como se representa en el Gráfico 1, esta relación ha aumentado desde 1950 en todas las regiones del mundo, excepto África. En 2050, se prevé que en el mundo habitan cerca de cuatro personas mayores de 60 años por cada diez individuos en edad de trabajar (el doble que en la actualidad), elevándose el ratio hasta siete en Europa.

De hecho, en estos sistemas la tasa de rentabilidad implícita es igual al aumento de la fuerza laboral más el crecimiento de los salarios reales (productividad). Según las proyecciones de Naciones Unidas, la población en edad de trabajar registrará una desaceleración acusada en todo el mundo, llegando a estancarse al final del período (véase el Gráfico 2). Ello convierte en menos atractiva la opción de financiación de reparto, excepto que se eleve la participación (en especial en edades avanzadas), aumente la edad efectiva de jubilación o se produzca una aceleración de la productividad⁴. En cambio, los sistemas de capitalización están, en teoría, mejor preparados ante este proceso de transición demográfica, dada la mayor facilidad técnica y política para que los pensionistas cofinancien su aumento de esperanza de vida, la posibilidad de inversión en mercados internacionales, y la flexibilidad para que los años adicionales de vida se destinen a formación, ocio o trabajo según las preferencias de los individuos.

Los tres pilares de los sistemas previsionales reformados

La forma más efectiva para los sistemas de pensiones hagan frente a estos desafíos es mediante la diversificación. Por ello, se propuso el

- 1 Sobre el proceso de reforma, el diseño actual del sistema previsional en Chile y sus retos de futuro, véase el artículo en la revista *Situación Chile*, del Servicio de Estudios Económicos del BBVA.
- 2 Véase el artículo de Michele Favre y Joaquín Vial, sobre los efectos macroeconómicos de las reformas previsionales incluido en el presente *Latinwatch*.
- 3 Para un análisis panorámico del impacto de la demografía sobre la evolución económica global, véase el capítulo III del *World Economic Outlook* de septiembre de 2004 del FMI, "How Will Demography Change Affect the Global Economy". Las estadísticas son las recogidas en *World Population Prospects. The 2004 Revision*, publicado por las Naciones Unidas en 2005.
- 4 La inmigración sólo permitiría posponer el inicio de esta tendencia.

establecimiento de un sistema simple de pensiones de tres pilares, con el objetivo de atender a diferentes colectivos. El primero, de gestión pública, participación obligatoria y beneficio definido (BD), se encarga de redistribuir la renta y reducir la pobreza, siendo financiado con ingresos impositivos. El segundo, de gestión privada, participación igualmente obligatoria y contribución definida (CD), persigue asegurar el ahorro y el nivel de renta tras la jubilación. Las aportaciones de los afiliados se acumularían en fondos de capitalización – gestionados en cuentas individuales de instituciones especializadas o en planes empresariales-, y se reembolsarían en el momento de la jubilación. Finalmente, el tercer pilar sería de gestión privada pero de participación voluntaria, gestionaría el ahorro de aquellos asegurados que así lo desearan, como complemento de los otros pilares (véase para una versión más desarrollada el área sombreada del Cuadro 1). Este diseño institucional permite que el sistema previsional no lastre el crecimiento potencial, y cumpla con sus objetivos de redistribución, seguro y ahorro mediante la combinación de riesgos en principio no correlacionados entre sí; el riesgo político y demográfico en el primer pilar, y el riesgo financiero en los dos restantes.

Del “modelo a seguir” ...

América Latina y Europa Central y Oriental han sido las regiones más activas en estas reformas estructurales, entendidas como la introducción de pilares de capitalización individual y gestión privada. En la primera, desde principios de la década de los noventa 12 países habían aprobado legislación en la línea de sistemas multipilar con técnicas de capitalización, habiendo comenzado su implementación en diez de ellos (todos menos Nicaragua y Ecuador). Además, Brasil ha realizado cambios sustanciales en su sistema de reparto y ha introducido medidas para fomentar el pilar voluntario.

En cuanto a Europa Central y Oriental, desde 1998 14 países han legislado los sistemas multipilar, siendo operativo en 12 de ellos (todos menos Macedonia y Ucrania, véase el Cuadro 2). Un elemento central del mismo es el segundo pilar obligatorio, de capitalización y contribución definida, si bien ya ha sido cuestionado por las insuficiencias institucionales, los altos costes de administración, las restricciones a la inversión exterior y los costes fiscales de la transición. Por su parte, República Checa, Eslovenia, Turquía han optado por potenciar el tercer pilar privado voluntario. Excluyendo estas regiones, el vigor reformista es más tenue⁵.

Los casos más relevantes se concentran en Asia. El Este asiático se caracteriza por instituciones muy heterogéneas: de capitalización y gestión privada (Hong Kong) y de gestión pública (Indonesia, Malasia, Papua Nueva Guinea y Singapur), de reparto y beneficio definido (Fili-

⁵ Para una revisión, véase Holzmann y Linz (2005) y FIAP (2003).

Cuadro 2. Países de Europa y Asia Central con sistemas multipilar

País	Fecha de inicio	Primer pilar	Nuevo sistema
Hungría	Enero 1998	Reparto - BD	Obligatorio nuevos Voluntario antiguos
Kazajistán	Enero 1998	Garantía mínima	Obligatorio
Polonia	Enero 1999	Nocional - CD	Obligatorio <30 Voluntario 30-50
Letonia	Julio 2001	Nocional - CD	Obligatorio <30 Voluntario 30-50
Croacia	Enero 2002	Reparto - BD	Obligatorio <40 Voluntario 40-50
Bulgaria	Enero 2002	Reparto - BD	Obligatorio <42
Eslovaquia	Enero 2005	Reparto - BD	Obligatorio nuevos
Estonia	Julio 2002	Reparto - BD	Voluntario
Lituania	Enero 2004	Reparto - BD	Voluntario
Rumania	Enero 2003	Reparto - BD	Obligatorio >20 años del retiro
Macedonia	Enero 2005	Reparto - BD	Obligatorio nuevos
Rusia	Enero 2002	Nocional - CD	Obligatorio <50
Ucrania	Enero 2003	Reparto - BD	Obligatorio nuevos
Kosovo	Enero 2002	Mínimo	Obligatorio

Fuente: Holzmann y Linz (2005)

Cuadro 1. De los tres pilares al sistema de Seguridad Social multipilar

Pilar	Población objetivo			Sistema	Características	
	Sin recursos	Sector informal	Sector formal		Participación	Financiación
0	XXX	XX	X	Prestación universal	Universal o residual	Ingresos generales
1			XXX	Pensiones públicas (BD o cuentas nocionales)	Obligatoria	Cotizaciones y reservas
2			XXX	Planes de pensiones, capitalización, BD o CD	Obligatoria	Activos financieros
3	X	XXX	XXX	Planes de pensiones, capitalización, BD o CD	Voluntaria	Activos financieros
4	XXX	XXX	XX	Asistencia familiar, sanidad, vivienda	Voluntaria	Activos financieros y no financieros

El área sombreada representa el enfoque de tres pilares, propuesto por el Banco Mundial desde 1994
El número de símbolos “X” indica la importancia de los diferentes sectores de población como objetivo en cada pilar
Fuente: Holzmann y Linz (2005)

Cuadro 3. Modelos y características de las reformas de pensiones en América Latina, 2004

Modelo, país y fecha inicio de la reforma	Sistema	Cotización	Beneficio	Régimen financiero	Administración
REFORMAS ESTRUCTURALES					
Modelo Sustitutivo					
Chile, may.81					
Bolivia, may.97					
México, sep.97	Privado	Definida	No definido	Capitalización individual (CI)	Privada
El Salvador, may.98					
R. Dominicana, 2003-06					
Nicaragua, Pospuesto					
Modelo Paralelo					
Perú, jun.93	Público o Privado	No definida	Definido	Reparto	Pública
Colombia, abr.94	Privado	Definida	No definido	CI	Privada
Modelo Mixto					
Argentina, jul.94	Público y Privado	No definida	Definido	Reparto	Pública
Uruguay, abr.96	Privado	Definida	No definido	CI	Múltiple
Costa Rica, may.01					
Ecuador, Pospuesto					
REFORMAS PARAMÉTRICAS O SIN REFORMA					
Brasil					
Cuba					
Guatemala	Público	No definida	Definida	Reparto o Capitalización Colectiva	Pública
Haití					
Honduras					
Panamá					
Paraguay					
Venezuela					

Fuente: Mesa-Lago (2004)

pinas, Corea y Tailandia) y de transición a economías de mercado, con sistemas heredados de reparto y beneficio definido para funcionarios urbanos (Mongolia, China y Vietnam). En esta región, China ha optado por extender la cobertura sobre la base del tercer pilar y de la introducción de capitalización parcial en empresas públicas. En cuanto al Sur de Asia, en las principales economías de la región – India y Pakistán – priman sistemas de beneficio definido inmaduros, sobre poblaciones todavía jóvenes, por lo que muestran superávit. Los retos de corto plazo se centran en minimizar las tensiones fiscales originadas en los subsistemas de cobertura de funcionarios civiles. Desde 2004, los nuevos funcionarios en India están afiliados en un sistema de capitalización y contribución definida, planteándose la posibilidad de que antiguos funcionarios y empleados de Estados y del sector privado se unan al esquema.

Este escaso avance es compartido por las principales economías desarrolladas debido a rigideces institucionales dado que en Japón, EE.UU. y Europa (excepto en Dinamarca, Países Bajos, Suecia y Reino Unido, con sistemas de capitalización individual privada, e Italia con cuentas nocionales) apenas han ido más allá de reformas paramétricas sobre los pilares públicos obligatorios.

... implantado, aunque con diferencias, en América Latina...

América Latina ha liderado el proceso de introducción de sistema multipilar, basado en cuentas individuales de capitalización privada. Perú (1993), Colombia y Argentina (1994), Uruguay (1996), México y Bolivia (1997), El Salvador (1998), Costa Rica (2000) y República Dominicana (2003), se han unido a la experiencia pionera de Chile. No obstante, se pueden distinguir al menos tres modelos en los países que han llevado a cabo reformas estructurales: sustitutivo, paralelo y mixto (Mesa-Lago (2004)). El modelo sustitutivo ha sido aplicado en Chile, Bolivia, México, El Salvador y República Dominicana, y legislado en Nicaragua, y se caracteriza por el cierre del sistema antiguo, siendo sustituido por un sistema de cuentas individuales, contribución definida y gestión privada. El modelo paralelo, aplicado en Perú y Colombia, comporta la reforma profunda del subsistema público, que compite por la captación de afiliados con el privado. Finalmente, el modelo mixto, aplicado en Argentina, Uruguay y Costa Rica, y legislado en Ecuador, integra un subsistema público que otorga prestaciones mínimas (primer pilar), junto con un subsistema privado de capitalización (segundo pilar). Del análisis de sus principales resultados, en términos de cobertura, densidad de aportes, nivel de competencia, costes administrativos, rentabilidad de las inversiones, diversificación de las carteras o coste fiscal de la transición, no puede derivarse de momento la superioridad absoluta de ninguno de ellos.

En su conjunto, tras aproximadamente diez años de experiencia, es posible concluir que los resultados no han satisfecho todas las expectativas, en especial de extensión de la cobertura y reducción de la informalidad. Además, los riesgos demográficos, financieros y políticos han estado más correlacionados de lo previsto, impidiendo que los sistemas multipilar hayan mostrado plenamente las ganancias de la diversificación, con la excepción de Chile y México.

En cambio, en el conjunto de América Latina los sistemas reformados sí han contribuido a reforzar la situación fiscal de largo plazo de las economías, reduciendo significativamente la deuda implícita. Ello no impide, en todo caso, que en la actualidad se observen todavía costes de transición elevados, e incluso que sea previsible la necesidad de destinar recursos crecientes para financiar pensiones mínimas en las próximas décadas (dados los bajos niveles de participación y las cortas vidas laborales acumuladas). Otro avance significativo, excepto en México y, en cierto grado, en Argentina y en Colombia, es la unificación de regímenes, que ha reducido la segmentación del mercado de trabajo, al menos en el sector formal (aunque la cobertura de las fuerzas armadas y en algunos casos de los funcionarios siguen sin haber sido reformados). Además, la evaluación de las reformas debe tener

en consideración que la evolución macroeconómica desde década de los noventa no ha sido especialmente positiva, y que las primeras cohortes de beneficiarios puros de los sistemas de capitalización, no se jubilarán hasta aproximadamente 2025 en Chile y 2040 en el resto.

... a la definición de un “marco de diseño” del sistema de pensiones del siglo XXI

Sobre esta experiencia acumulada, es posible perfilar tres directrices que deberían seguir los sistemas reformados en su diseño y, en su caso, en su reforma. En primer lugar, no se debe proponer un “modelo a seguir” por todos los sistemas de pensiones en todo momento y en todo lugar, dado que no existe un modelo único óptimo. En cambio, es preferible un “marco” adaptado a condiciones específicas del país (instituciones de regulación y supervisión, desarrollo de los mercados financieros y de capitales, formalidad del mercado de trabajo y credibilidad de las políticas de demanda) y a la intensidad de sus desafíos (riesgos demográficos, financieros y políticos).

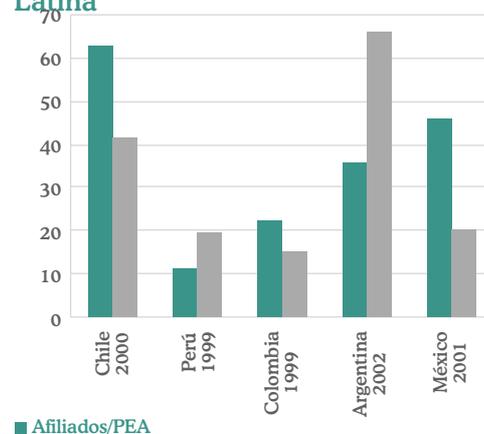
En segundo lugar, los diseños han de ser globales, abarcando tanto al subsistema privado como al público. Así, la necesidad de la reforma previsional es evidente dados los modestos resultados en la extensión de la cobertura (estancados en los niveles representados en el Gráfico 3) y de erradicación de la pobreza, ante los nuevos desafíos asociados a los cambios socioeconómicos y la globalización. En este contexto, los sistemas previsionales tienen que ser compatibles con la flexibilización de la distribución de tiempo entre ocio, formación y empleo en edades avanzadas, con una población femenina cuya participación laboral aumenta y con el debilitamiento de las redes de asistencia en estructuras familiares tradicionales. Asimismo, las sociedades parecen demandar (y recibir) mayores Sectores Públicos a cambio de una mayor exposición al riesgo derivada de la apertura comercial (Rodrik (1998)). Ello sugiere que se debe mantener un Sector Público suficiente, pero también eficiente, no desincentivando la movilidad de las personas entre ocupaciones y entre territorios. Para ello, se debe avanzar, como propone el Banco Mundial, en la diversificación del sistema, fortaleciendo los pilares no contributivos con un nuevo pilar, “pilar 0”, que luche explícitamente por la erradicación de pobreza. Además el nivel de protección social depende de la posibilidad de acceso a asistencia familiar, prestaciones sanitarias y activos inmobiliarios, “pilar 4” (véase el Cuadro 1).

Finalmente, en tercer lugar, este proceso de re-diseño no puede obviar que el pilar obligatorio de capitalización individual y gestión privada es el elemento esencial del sistema. Por ello, la determinación de niveles adecuados de aportaciones y su asignación entre los subsistemas público y privado, la flexibilización de la gestión de las inversiones, la redefinición de los esquemas de financiación de la cobertura de contingencias y la revisión de las comisiones han de centrar el debate sobre las vías de aumento de los salarios de sustitución (véase Taguas y Vidal (2005)).

Referencias

- Gill, Indermit; Packard, Truman y Yermo, Juan: *Keeping the Promise of Old Age Income Security in Latin America*. The World Bank y Stanford University Press, 2004.
- Holzmann, Robert y Linz, Richard: *Old-Age Income Support in the Twenty-first Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*. Web versión, World Bank, febrero 2005.
- International Federation of Pension Fund Administrators, FIAP, *Pension Reforms: Results and Challenges*, CIEDESS, 2003.
- Mesa-Lago, Carlos: “Evaluación de un Cuarto de Siglo de Reformas Estructurales de Pensiones en América Latina”. *Revista de la CEPAL*, n° 84, diciembre 2004, pp. 59-82.
- Rodrik, Dani: “Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, n° 5, octubre 1998, pp. 997-1032.
- Taguas, David y Vidal, Agustín: “Revisitando los Sistemas de Pensiones en América Latina”, *Documento de Trabajo* 01/05, Servicio de Estudios Económicos del BBVA, febrero 2005.
- World Bank, *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and to Promote Growth*. The World Bank y Oxford University Press, 1994.

Gráfico 3. Cobertura de los principales sistemas previsionales en América Latina



Fuente: Gill et al. (2004)

¿Lecciones chilenas para la reforma de la Seguridad Social en EE.UU.?

El sistema de Seguridad Social en EE.UU.

El sistema de Seguridad Social en EE.UU. otorga beneficios a 48 millones de individuos a través de dos programas básicos: *Old Age and Survivors Insurance* (OASI) que cubre a los trabajadores retirados, familiares y sobrevivientes, con el 85% del gasto total, y *Disability Insurance* (DI), que representa el 15% restante y atiende a incapacitados menores a la edad de retiro y a sus dependientes. El sistema es de beneficio definido, financiado mediante un régimen de reparto administrado por el Sector Público. Los ingresos se obtienen de un impuesto sobre las nóminas del 12,4%, que pagan a partes iguales trabajadores y empleadores.

Estadísticas recientes sobre Seguridad Social (2004)*

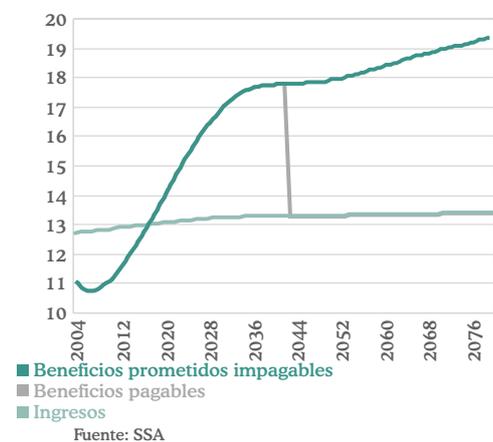
Trabajadores cubiertos por la Seguridad Social	154 millones
Beneficiarios	
Trabajadores retirados y sus dependientes	33 millones
Trabajadores incapacitados y sus dependientes	8 millones
Sobrevivientes de trabajadores fallecidos	7 millones
Total de beneficiarios	48 millones
Beneficios pagados en el año	496 mmd
Ingresos recibidos	647 mmd
Activos totales en el fideicomiso	1.6 bn
Tasa impositiva	12,4%
Límite de ingresos sujetos a impuesto (2005)	90 mil USD

* Cifras preliminares
Fuente: SSA y CBO

La elevada proporción de trabajadores activos sobre pensionistas ha permitido la solvencia del sistema. No obstante, este cociente tiene una tendencia decreciente derivada del aumento de la esperanza de vida y del descenso de la tasa de natalidad. El proceso se acentuará con la jubilación de los *baby boomers*, estimándose que se sitúe en 2,6 activos por pensionista en 2030 y en 2,4 en 2050, significativamente por debajo de la prevaleciente en las últimas décadas (4,3 en 1980 y 4,2 en 1990). Según la Social Security Administration (2004), en los próximos 75 años el valor presente del gasto por beneficios futuros bajo la legislación vigente excederá en 3,7 billones de dólares de 2004 a los ingresos por la recaudación del impuesto sobre las nóminas más el valor del fondo acumulado¹. Aunque a corto plazo el sistema goza de sa-

Proyecciones de ingresos y beneficios

(% de la nómina sujeta a impuestos)



¹ Las nuevas estimaciones publicadas por la Administración de la Seguridad Social en marzo de 2005, estando *Latinwatch* en proceso de edición, elevan el desequilibrio hasta 4 billones, sin cambios esenciales en los mensajes.

lud financiera, el mantenimiento de las reglas actuales plantea un reto a la sostenibilidad para las finanzas públicas.

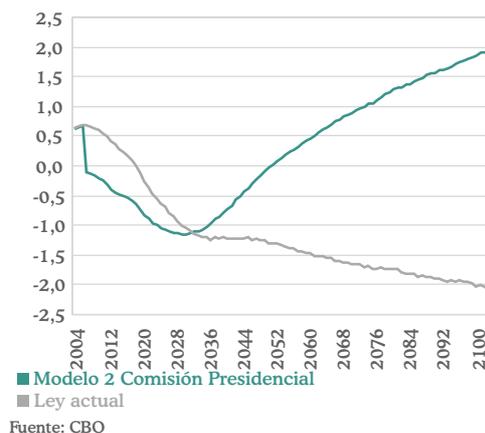
La opción de reforma de Bush

La administración Bush favorece extraoficialmente una propuesta que incluye la asignación de cuatro puntos porcentuales del impuesto sobre las nóminas a cuentas de capitalización individual y gestión privada (con un máximo inicial de 1.000 dólares), la indexación de los beneficios a la inflación (en lugar de a la masa salarial²) y la garantía de protección para los ciudadanos de menores ingresos.

Dado que, en el largo plazo, el crecimiento de los salarios es superior al de la inflación (debido al aumento de la productividad), la nueva indexación de los beneficios al crecimiento de los precios permitiría reducir la brecha entre beneficios y contribuciones. Ello, aunado a la disminución adicional de los gastos, que serían cubiertos por el saldo en las cuentas individuales (cuyos aportes se invertirán en diferentes tipos de fondos, según las preferencias de los afiliados – títulos públicos, títulos de grandes empresas, títulos de pequeñas empresas y valores internacionales), mejoraría la solvencia del sistema. Según la CBO(2004), el déficit actuarial se reduciría de 3,7 a 1,7 billones de dólares de 2004. Ello se explica por una reducción del gasto superior a la de los ingresos (6,5 billones frente a 4,5 billones). Adicionalmente, el presidente Bush no ha descartado la elevación del nivel máximo de ingresos sujetos al impuesto sobre las nóminas (actualmente 90 mil dólares anuales), lo cual contribuiría adicionalmente a equilibrar las cuentas.

Ingresos - gastos OASDI

(% del PIB)



Más argumentos políticos que económicos, al menos en el medio plazo

Suponiendo la viabilidad política de este proyecto³, ¿puede América Latina proporcionar alguna lección? Más concretamente, sobre la base de casi 25 años de experiencia en Chile, ¿cuáles son los efectos macroeconómicos que se pueden anticipar de la introducción de cuentas de capitalización individual y gestión privada?⁴ Es importante destacar que los efectos de la reforma dependerán del contexto en el que

² Recientemente se está debatiendo una versión más moderada, "indexación progresiva", consistente en excluir de dicha medida a los afiliados de rentas bajas.

³ Para un análisis más detallado del proyecto y de sus aspectos políticos, véase Servicio de Estudios Económicos del BBVA, "Reforma de la Seguridad Social en EUA", *Economicwatch*, marzo 2005.

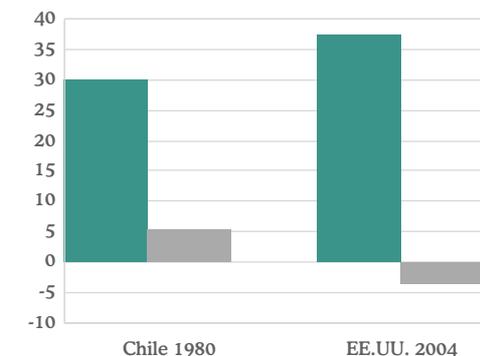
⁴ Los impactos macroeconómicos de este tipo de reforma previsional se exponen en el artículo de Michele Favre y Joaquín Vial, publicado en el presente *Latinwatch*.

se implemente, así como de las características de la economía.

Uno de los factores más relevantes es el impacto de los costes de transición sobre las cuentas fiscales. En el caso de Chile, el año anterior a la reforma los aportes netos del Estado al sistema civil de pensiones eran cercanos al 1,6% del PIB. A dos años de la reforma la cifra aumentó hasta 4,7% y en el año 2000 se mantenía en el 4%. El efecto expulsión de la inversión privada (“crowding out”) se evitó debido a que el gobierno chileno había generado un superávit no previsional suficientemente elevado como para financiar completamente estos aportes, sin tener que aumentar la carga tributaria o emitir deuda. La situación en EE.UU. es distinta. Todas las proyecciones apuntan a déficit públicos elevados en los próximos ejercicios (superiores al 3% del PIB), sin considerar la reforma del sistema de pensiones. El coste de transición de este programa de reforma se estima en torno a 1,5 billones de dólares de 2004, el 13% del PIB, siendo el saldo del sistema de la Seguridad Social más deficitario (o menos superavitario) hasta 2033, según la CBO (2004). Por ello, esta medida puede suponer un elemento de presión al alza de los tipos de interés en los próximos años, no siendo previsible, en estas circunstancias, un aumento neto de la inversión como consecuencia de la reforma.

Déficit público y deuda antes de la reforma provisional

(% PIB)



■ Deuda
■ Superávit

Fuente: CBO y FMI

El impacto positivo de la reforma previsional sobre el mercado de trabajo depende, en primer lugar, del grado de formalidad. En Chile, a inicios de la década de los años ochenta el empleo formal representaba un 60% del total de empleo. En el caso de EE.UU. el empleo formal actualmente representa alrededor de un 93% del total. Ello representa una ventaja importante para los futuros pensionistas norteamericanos, porque tendrán una mayor probabilidad de que se materialicen las contribuciones que permitan financiar pensiones adecuadas. Pero obviamente implica menores ganancias por la formalización de las relaciones laborales.

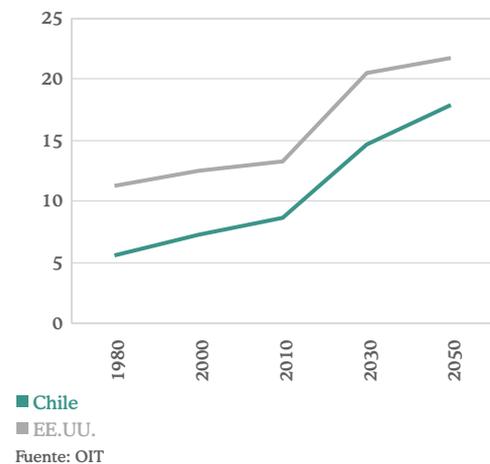
Su efecto sobre la oferta laboral, es ambiguo. Por un lado, las cotizaciones que los trabajadores sigan pagando a la Administración de la Seguridad Social (en torno a 2,4 puntos) serán consideradas, aún más, como impuestos puros sobre el trabajo dado que la reducción de los beneficios reales debilita la vinculación entre aportaciones y pensio-

nes, desincentivando la participación en el mercado de trabajo o fomentando la jubilación. Pero, por otro lado, la pérdida de beneficios y los aportes realizados al sistema privado – interpretables como la prima de un seguro – la impulsarían. La CBO (2004) estima un impacto positivo del 1% en los primeros 50 años y del 1,5% en los 25 años restantes. En todo caso, la elevación del tope de cotización, no incluido originalmente en el Plan 2, reduciría el efecto al ser, de hecho, una elevación de la fiscalidad.

En tercer lugar, las ganancias de eficiencia económica asociadas al desarrollo del mercado financiero parecen limitadas, dado que éste se encuentra ya muy avanzado. Finalmente, la voluntariedad de la afiliación al nuevo sistema, su limitación a afiliados menores de 55 años (debido al importante volumen de trabajadores próximos a la edad de jubilación en EE.UU., lo cual contrasta con la situación en Chile en los ochenta) y su introducción gradual para el resto de colectivos moderarán adicionalmente los efectos macroeconómicos, al menos en el corto plazo.

Población mayor de 65 años

(Porcentaje de la población total)



Fuente: OIT

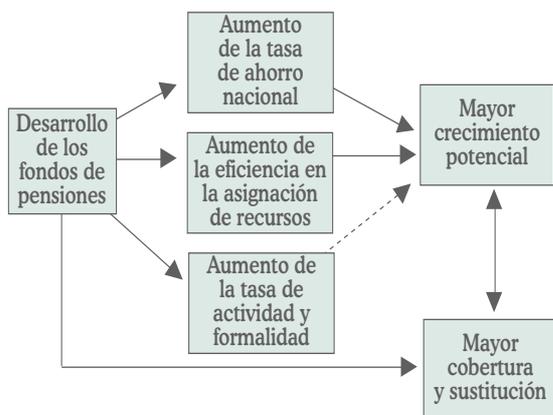
En resumen, centrándose exclusivamente en el impacto de una reforma de este tipo al desempeño macroeconómico del país, y sobre la base de la comparación con la experiencia de Chile, las ganancias son positivas aunque modestas. De hecho, según la CBO, bajo las propuestas del Plan 2, el nivel del PIB podría ser un 0,5% superior al del escenario base de no reforma en 2025, y entre un 3 y un 4% más elevado en 2080. En cambio, sí se trataría de un paso muy significativo hacia la “sociedad de propietarios” ideada por Bush, en cuya senda se integraría próximamente la reforma del seguro sanitario y de las políticas de acceso a la vivienda.

Referencias

- Congressional Budget Office, *The Outlook for Social Security*, junio 2004.
- Congressional Budget Office, *Long-Term Analysis of Plan 2 of the President's Commission to Strengthen Social Security*, julio 2004.
- President's Commission to Strengthen Social Security, *Strengthening Social Security and Creating Personal Wealth for All Americans*, diciembre 2001.
- Social Security Administration, *2004 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds*, marzo 2004.

Joaquín Vial, Economista Jefe BBVA Chile
 jvial@bbva.cl
 Michele Favre, Economista BBVA Chile
 mfavre@afpprovida.cl

Contribución de los fondos de pensiones al desarrollo económico



Fuente: BBVA

Estimación cualitativa de los efectos de la reforma sobre el crecimiento

(Períodos históricos y futuros)

	Período histórico post-reforma (1980-01)	Período futuro de transición sistémica (2002-35)	Período futuro estado estacionario (desde 2035)
1. A través de inversión	++	+	tiende a 0
Ahorro Nacional (ahorro público-ahorro privado)	-	-	0
Ahorro Privado (ahorro forzoso-ahorro voluntario)	+++	++	tiende a 0
2. A través de los mercados laborales			
Aumento en el empleo y disminución en la informalidad	++	0	0
Aumento en la productividad laboral	+	0	0
3. A través de los mercados financieros			
Efectos sobre el desarrollo financiero y sobre la PTF	++	+	0
4. Efectos agregados sobre la tasa de crecimiento	++	+	tiende a 0

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2003)

Efectos macroeconómicos de la reforma de los sistemas de pensiones

Los programas de prestaciones económicas del Sector Público, y los sistemas previsionales en particular, tienen dos objetivos fundamentales: sustituir las rentas del trabajo que el individuo que ha contribuido al sistema deja de percibir por causas fuera de su control (desempleo, accidente, vejez o fallecimiento) y asegurar un nivel mínimo de bienestar al conjunto de la población, cumpliendo una función de Estado asistencial.

Adicionalmente, el Sector Público como regulador o como gestor de las pensiones busca aumentar el grado de eficiencia de la economía asignando recursos, alcanzar objetivos de equidad redistribuyendo la renta y reducir la volatilidad cíclica de la economía empleando sus instrumentos de estabilización. El sistema de Seguridad Social es también un instrumento de desarrollo económico. Este artículo se centra en los efectos macroeconómicos de las reformas previsionales que incorporan cuentas individuales de capitalización gestionadas por el sector privado.

Canales de impacto macroeconómico de las cuentas de capitalización

Los efectos macroeconómicos se pueden sistematizar en tres grandes bloques, el ahorro y la inversión, el mercado de trabajo y el desarrollo del mercado de capitales como impulso de la eficiencia.

Chile es el país pionero en la introducción de cuentas individuales de capitalización y gestión privada, al haberse implementado la reforma en 1981, siendo la única economía en la cual se dispone de una experiencia acumulada suficiente para estimar estos efectos¹. Por ello, la evidencia que se presenta a continuación se centra en la economía chilena.

Ahorro privado e inversión doméstica

Desde el trabajo pionero de Feldstein (1974) es habitual sostener que los sistemas de pensiones de reparto reducen el ahorro privado y, por consiguiente, la acumulación de capital y el potencial de crecimiento. En cambio, los sistemas de capitalización individual administrados por el sector privado contribuyen al incremento del ahorro nacional, permitiendo aumentar la tasa de inversión de la economía. En Chile los ahorros acumulados en el Fondo de Pensiones superan el 60% del PIB.

Estos resultados han sido cuestionados, tanto teórica como empíricamente. Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) sostienen que el impacto de la reforma previsional sobre la tasa de ahorro nacional depende de cuatro canales: la financiación del déficit transicional (dado que el Sector Público debe sufragar las pensiones de los jubilados en el sistema antiguo, sin percibir los aportes de los activos que se afilian al nuevo sistema y financiar el reconocimiento de los aportes que los afiliados que se cambian de sistema realizaron en el antiguo sistema, en el caso de Chile los Bonos de Reconocimiento)², la reacción del sector privado al cambio en la tasa de ahorro público, el nivel fijado de ahorro obligatorio y la variación del ahorro privado voluntario ante el nuevo escenario³. Las estimaciones del efecto combinado en Chile en el período 1981-2001 cuantifican el aumento de la tasa de ahorro nacional entre un 0,7% y un 4,6% del PIB anual. Ello se habría traducido en un aumento de la inversión doméstica sobre PIB entre 0,3% y 2,8% por año.

¹ Para una descripción del entramado institucional y de las perspectivas del sistema de pensiones chileno, véase el artículo monográfico en la revista *Situación Chile*, del Servicio de Estudios Económicos del BBVA.

² En todo caso, se ha de destacar que el efecto más beneficioso sobre las cuentas públicas, que puede contribuir positivamente al aumento de la tasa de ahorro nacional es la reducción de la deuda implícita, esto es, aquella que representa las obligaciones asumidas por el Sector Público derivadas de la generación de derechos por los aportantes pero no reconocidas por la Contabilidad Pública.

³ López Murphy y Musalem (2004) sostienen que el impacto de los fondos de pensiones sobre la tasa de ahorro nacional sólo es positivo si son de carácter obligatorio.

Con una perspectiva más amplia, Taguas y Vidal (2005) analizan 35 países emergentes y desarrollados, avalando la correlación positiva entre el desarrollo de los fondos de pensiones (aproximado por el *stock* acumulado) y la tasa de ahorro nacional (medidos ambos en términos de porcentaje del PIB), una vez que se controla por la tasa de dependencia y por el capital humano. Un aumento de diez puntos de los fondos de pensiones contribuiría a aumentar la tasa de ahorro nacional en aproximadamente cuatro décimas.

Este efecto es especialmente importante en la región, dado que la tasa de ahorro de América Latina es menor que la que se observa en otras economías emergentes. América Latina presentó en el período 1980-2003 una tasa de ahorro similar al de las economías africanas (del entorno del 19% del PIB) e inferior a la de Europa del Este (23% del PIB) y Asia (28% del PIB).

Mercado de trabajo y formalidad

Teóricamente, un sistema privado de capitalización individual introduce mejores incentivos en el mercado laboral con relación al sistema público de reparto, generando resultados que se consideran deseables en cualquier economía: aumento del nivel de empleo de equilibrio, reducción del grado de informalidad e incremento de la tasa de actividad.

El fundamento que subyace a estos efectos es la existencia de un vínculo débil entre los impuestos sobre el trabajo, a través de los cuales se financian los sistemas públicos de reparto, y los beneficios generados. En cambio, en los sistemas de capitalización individual, las pensiones que reciben los trabajadores en el momento de la jubilación dependen directamente de las aportaciones, de modo que las cotizaciones sociales son percibidas como la prima de un seguro y no como un tributo. En este caso, las distorsiones se eliminan o se reducen⁴.

La mayoría de los estudios empíricos específicos para el mercado de trabajo se han centrado, como es lógico en el caso de las economías emergentes, en el impacto sobre el grado de informalidad. Ésta se encuentra en la raíz de la baja cobertura de los sistemas previsionales en América Latina y del insuficiente avance alcanzado desde la década de los años noventa. La tasa de empleo en el sector informal -definida como el porcentaje de trabajadores urbanos empleados en microempresas, en empleos domésticos, trabajadores por cuenta propia no calificados y trabajadores familiares no remunerados - se sitúa entre el 40 y el 60% en todos los países de la región, sin haberse apenas reducido desde 1990. En Chile, esta proporción se sitúa en 2003 en el 31,9%, siete puntos menos que en el inicio de los noventa.

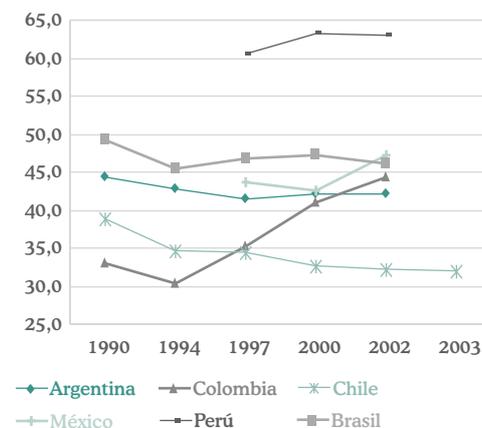
Las estimaciones de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003), empleando el modelo de dos sectores - formal e informal - de Edwards y Cox (2002), apuntan a un aumento del empleo entre el 1,3% y el 3,7% del empleo total en 2001 en Chile, gracias a un incremento del empleo formal de entre 3,2% y 7,6% (frente a una reducción del empleo informal del 1,1%-1,3%), como consecuencia de la reforma previsional. El aumento del grado de formalización de la economía - y del consiguiente nivel de productividad - habría contribuido a aumentar el PIB en 2001 entre un 0,1% y un 0,3%. Finalmente, el desempleo se habría reducido entre un 0,7% y un 2,0%, similares a las estimaciones de Edwards y Cox (2002).

Mercados de capitales y eficiencia económica

En cuanto al desarrollo de los mercados de capitales, no se puede obviar que su relación con los sistemas previsionales es de doble sentido. Así, las reformas consistentes en el establecimiento e impulso de los fondos de pensiones privados exigen un cierto grado de desarrollo de los mercados de capitales. Y los sistemas previsionales, en tanto que demandantes de servicios financieros, impulsan la oferta de éstos, en especial en moneda nacional.

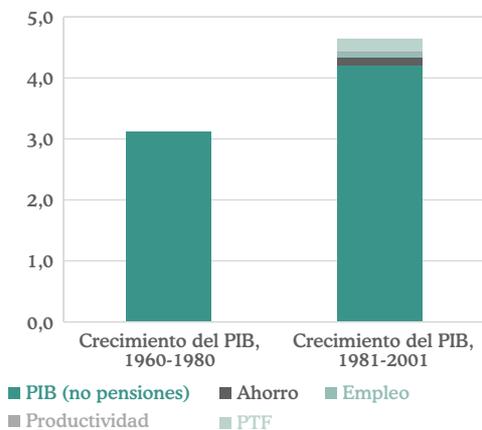
Tasa de empleo informal en América Latina, 1990-2003

(% ocupados)



⁴ No obstante, Gruber (1997) obtuvo para el caso chileno que las cotizaciones sociales del sistema de reparto eran soportadas íntegramente por los trabajadores vía menos salarios, de modo que no tenían impacto sobre el nivel de empleo.

Estimación del efecto de la reforma del sistema de pensiones sobre el crecimiento en Chile



Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2003)

Históricamente en América Latina los mercados han estado limitados a deuda gubernamental de corto plazo, con la excepción de Chile. Obviamente, la limitación no proviene en exclusiva de la decisión de las instituciones privadas, sino que viene condicionada por el entorno regulatorio. Por tanto, las reformas de los sistemas previsionales no tendrán efectos positivos si no van acompañadas de una profunda revisión de los marcos legales (financiero y fiscal, esencialmente) y de una gradual flexibilización de las restricciones a la inversión. Adicionalmente, en términos más generales, una condición importante para que los mercados de capitales exploten todas las oportunidades es la estabilidad macroeconómica. Por ello, resulta necesaria la credibilidad de las instituciones y, en este sentido, la existencia de bancos centrales independientes con reputación antiinflacionista y de gobiernos comprometidos con políticas de consolidación fiscal, son factores determinantes de la estabilidad macroeconómica, como muestra la experiencia de América Latina durante los últimos años.

La evidencia empírica parece sustentar de manera moderada este canal de impacto. Así, existe una correlación positiva entre la inversión institucional – incluidos los fondos de pensiones – y el desarrollo de los mercados de capitales en los mercados emergentes, particularmente en América Latina, como destaca Yermo (2003). En el caso de Chile, el mercado de capitales tenía en el momento de la reforma bastantes problemas. No sólo era poco profundo y cerrado, sino que además sufrió una aguda crisis en 1982-1983 como resultado de la recesión económica y de las debilidades de una liberalización abrupta del mercado financiero a mediados de los setenta. La reforma del sistema de pensiones permitió aumentar la transparencia del mercado, perfeccionar la regulación y fomentar el crecimiento del mercado. La evidencia empírica muestra una relación positiva de largo plazo entre el desarrollo financiero y el ahorro obligatorio (variable que captura la reforma de las pensiones), una vez que se controla por las reformas estructurales implementadas (en especial de liberalización financiera), por las variables determinantes de la demanda de diferentes productos de cartera y por efectos cíclicos. Las estimaciones de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) muestran que esta reforma habría contribuido en un tercio del total del progreso observado en diversos indicadores de profundidad del sistema financiero entre 1980 y 2001.

Más crecimiento, en definitiva

En conjunto, Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) concluyen que el sistema de pensiones chileno permitió que la economía chilena creciera medio punto porcentual más en promedio en el período 1981-2001. Ello equivale prácticamente a una novena parte del crecimiento del período y a un tercio de la aceleración del crecimiento. El aumento de la productividad total de los factores (PTF) por el desarrollo financiero y el aumento del ahorro y de la inversión, son sus bases principales.

Referencias

- Corbo, Vittorio y Schmidt-Hebbel, Klaus: "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile", en *Resultados y Desafíos de las Reformas a las Pensiones*, pp. 259-351, FIAP 2003.
- Edwards, Sebastian y Cox Edwards, Alejandra: "Social Security Privatization and Labor Markets: The Case of Chile", NBER *Working Papers* 8924, mayo 2002.
- Feldstein, Martin: "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 5, pp. 905-926, septiembre-octubre 1974.
- Gruber, Jonathan: "The Incidence of Payroll Taxation: Evidence from Chile", *Journal of Labor Economics*, vol. 15, n° 3, pp. S72-101, julio 1997.
- López Murphy, Pablo y R. Musalem, Alberto: "Pension Funds and National Saving". The World Bank *Working Papers* n° 3410, agosto 2004.
- Taguas, David y Vidal, Agustín: "Revisitando los Sistemas de Pensiones en América Latina", *Documento de Trabajo* 01/05, Servicio de Estudios Económicos del BBVA, febrero 2005.
- Yermo, Juan: "Pension Reform and Capital Market Development", *Background paper for regional study on social security*. The World Bank, 2003.

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,4	2,5	2,7
UEM	0,5	1,8	1,7	2,4	2,0	2,4	1,5	1,7
Japón	1,4	2,7	1,5	3,0	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	8,5	8,0	1,2	3,9	4,5	4,5

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	23/03/05	jun-05	dic-05	dic-06	23/03/05	jun-05	dic-05	dic-06
EE.UU.	2,75	3,25	4,00	5,00				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,50	3,75	1,30	1,30	1,35	1,30
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	106	104	100	100
China (\$/cny)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,28	8,28	8,28	8,28

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	7,0	4,5	3,7	6,1	10,9	7,1
Brasil	0,5	5,2	3,7	3,0	9,3	7,6	6,0	4,5
Chile	3,3	6,1	5,8	5,3	1,1	2,4	2,6	3,1
Colombia	3,8	4,1	3,8	3,0	6,5	5,5	5,2	4,7
México	1,4	4,4	4,2	4,0	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	3,8	5,1	4,4	4,0	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,5	11,0	4,0	n.d.	10,2	9,0	8,5	n.d.
Venezuela	-7,7	17,3	3,9	2,3	27,1	19,2	22,4	26,4
LATAM ¹	1,7	6,0	4,4	3,6	7,2	6,8	6,6	5,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	0,5	2,6	1,8	1,5	6,3	2,1	0,3	0,0
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	0,7	0,0
Chile ²	-0,4	2,6	2,2	1,4	-0,8	1,5	-1,1	-2,2
Colombia	-2,7	-1,2	-2,7	-2,4	-1,5	-1,3	-1,9	-2,8
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,5	-1,3	-2,0	-2,1
Perú	-1,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,8	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-2,9	-2,5	n.d.	1,7	0,4	0,6	n.d.
Venezuela ²	-5,1	-3,1	-3,5	-5,0	10,3	13,6	11,1	7,3
LATAM ¹	-1,9	-1,0	-1,3	-1,4	0,8	1,2	0,0	-0,7

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (% , frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,98	3,00	3,21	3,8	3,1	5,5	7,1
Brasil	2,89	2,72	2,90	3,20	16,5	17,8	18,0	16,5
Chile	599	576	575	575	2,3	2,5	3,8	5,3
Colombia	2778	2390	2676	2810	7,9	7,7	7,7	8,0
México	11,24	11,15	11,80	12,20	6,0	8,7	9,5	9,6
Perú	3,46	3,28	3,30	3,35	2,5	3,0	3,8	5,0
Uruguay	29,34	27,30	29,00	n.d.	4,0	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2580	15,1	14,8	12,8	13,6

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

Argentina

	2004	2005p	2006p	2004	2005p	2006p
PIB (%)	9,0	7,0	4,5	5,2	3,7	3,0
Inflación (% fin de año)	6,1	10,9	7,1	7,6	6,0	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	12,1	9,4	8,3	33,7	24,5	18,0
Cuenta corriente (% PIB)	2,1	0,3	0,0	1,9	0,7	0,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	19,6	22,5	26,1	52,7	56,0	57,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,98	3,00	3,21	2,72	2,90	3,20
Saldo sector público (% PIB) ¹	2,6	1,8	1,5	-2,5	-3,0	-3,0
Tasa de interés (fin de año) ²	3,1	5,5	7,1	17,8	18,0	16,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	50	54	55	65	62	59

1/ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones
2/ Argentina: depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

Brasil

Chile

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	6,1	5,8	5,3
Inflación (% fin de año)	2,4	2,6	3,1
Balanza comercial (m.M. \$)	9,0	6,4	3,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,5	-1,1	-2,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	16,0	16,0	16,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	576	575	575
Saldo sector público (% PIB) ¹	2,6	2,2	1,4
Tasa de interés (fin de año) ²	2,5	3,8	5,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	84	87

1/ Chile: Gobierno Central
2/ Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001)

Colombia

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,1	3,8	3,0
Inflación (% fin de año)	5,5	5,2	4,7
Balanza comercial (m.M. \$)	0,9	0,1	-1,3
Cuenta corriente (% PIB)	-1,3	-1,9	-2,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	13,5	14,6	15,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2390	2676	2810
Saldo sector público (% PIB) ¹	-1,2	-2,7	-2,4
Tasa de interés (fin de año) ²	7,7	7,7	8,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	83	77	75

2/ Colombia: DTF a 90 días

México

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,4	4,2	4,0
Inflación (% fin de año)	5,2	4,0	3,9
Balanza comercial (m.M. \$)	-8,5	-10,7	-12,7
Cuenta corriente (% PIB)	-1,3	-2,0	-2,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	61,5	64,0	63,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	11,15	11,80	12,20
Saldo sector público (% PIB)	-0,3	-0,1	-0,2
Tasa de interés (fin de año) ²	8,7	9,5	9,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	107	103	102

2/ México: Cetes a 28 días; Perú: tasa interbancaria

Perú

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	5,1	4,4	4,0
Inflación (% fin de año)	3,5	2,3	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	2,7	2,8	2,8
Cuenta corriente (% PIB)	0,0	-0,1	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	12,6	13,9	14,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,28	3,30	3,35
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,0
Tasa de interés (fin de año) ²	3,0	3,8	5,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	90	90

Uruguay

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	2,5	11,0	4,0
Inflación (% fin de año)	10,2	9,0	8,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	-0,1	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,7	0,4	0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	2,1	n.d.	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	29,34	27,30	29,00
Saldo sector público (% PIB) ¹	-3,2	-2,9	-2,5
Tasa de interés (fin de año) ²	4,0	n.d.	n.d.
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	75	81	78

1/ Venezuela: Gobierno Central
2/ Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días
3/ Venezuela: incluye FIEM

Venezuela

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	17,3	3,9	2,3
Inflación (% fin de año)	19,2	22,4	26,4
Balanza comercial (m.M. \$)	18,4	15,2	11,6
Cuenta corriente (% PIB)	13,6	11,1	7,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	20,8	20,2	17,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1920	2150	2580
Saldo sector público (% PIB) ¹	-3,1	-3,5	-5,0
Tasa de interés (fin de año) ²	14,8	12,8	13,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	91	98	102

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, mar. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, mar. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, feb. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, feb. 05
Claves Macroeconómicas para 2005	Fundación Provincial	Caracas, ene. 05
Perspectivas Financieras 2005-2007	Banca de Empresas	Caracas, ene. 05

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Banca Mayorista Global	Lima, mar. 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, mar. 05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, feb. 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, feb. 05
Perspectivas para el 2005	Continental Bolsa	Lima, ene. 05
Tendencias Macroeconómicas	Misión Banco Mundial	Lima, ene. 05
Perú: Perspectivas Económicas 2005	Seminario BBVA	Lima, dic. 04

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Retos de corto y largo plazo de la economía brasileña	Universidad de Deusto	Bilbao, mar. 05
El Urbanismo en España.	Asociación de Bancos de México	México, D.F., mar. 05
América Latina: la economía política de lo posible	BID	Washington, feb. 05
Situación del Mercado Inmobiliario e Hipotecario	Asociación para el Progreso de la Dirección	Barcelona, feb. 05
¿Son sostenibles los niveles actuales de tipos de interés?	Universidad de Oviedo	Oviedo, feb. 05
Brasil: una mirada estructural	ESADE	Barcelona, feb. 05
¿Están las estrellas alineadas?	IESE	Madrid, ene. 05
Unlocking Credit: ¿El vaso medio lleno o medio vacío?	Seminario BID-BBVA	Madrid, ene. 05
Anjo o Demônio para América Latina	BBVA Brasil	Sao Paulo, dic. 04
La incógnita del dólar	Banco Central de Reserva	Lima, dic. 04
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	BBVA Continental	Lima, dic. 04
Presentación Nuevas Publicaciones SEE	BBVA Uruguay	Montevideo, dic. 04
Economía Brasileña: doble reto	BBVA Chile	Santiago de Chile, dic. 04

México y EE.UU. www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Economic and financial outlook in Mexico	Visita Anual del FMI	México, DF, mar. 05
¿Es China una amenaza para la economía mexicana?	Capem - Oxford Econometric Forecasting	México, DF, mar. 05
La estructura del mercado de suelo para vivienda	Asociación de Banqueros de México, Jornada del Suelo para vivienda	México, DF, mar. 05
EUA: mirada estructural	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, mar. 05
Integración económica México-EUA y más allá	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, mar. 05
La economía y los mercados en el 2005	Consejos Regionales, Jornadas Asset Management, Servicios Jurídicos	México, DF, feb. 05
El potencial de la banca en México	2do Congreso Universitario, ABM-ITESM (Monterrey, Cd de México, Guadalajara)	México, DF, feb. 05
¿Hacia dónde se dirigen las variables financieras en México?	Cientes Corporativos (Liverpool, Palacio, Pemex, GEO, Aspa, Embajada EUA)	México, DF, ene-mar. 05
Mexico: outlook and challenges	Bear Sterns, Barclays, Bank of Tokyo	México, DF, ene. 05
Perspectivas económicas y financieras de México	Mistubishi y Dresdner Kleinwort Wasserstein	México, DF, ene. 05
	Cientes de Banca Privada y Patrimonial BBVA	México, DF, ene. 05
	Bancomer	México, DF, ene. 05

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
De la recuperación al crecimiento	Cientes BBVA	Viña del Mar, mar. 05
Perspectivas Económicas 2005-06	Equipo Directivo PROVIDA	Santa Cruz, mar. 05
Chile: Perspectivas y riesgos	Banco de España	Santiago, mar. 05
Agenda Interna y los TLC	Taller CAF - OEA	Cartagena, Colombia, feb. 05
Recuperación en medio de turbulencias	BBVA clientes por región	Puerto Varas, nov. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, nov. 04
Panorama Económico 2004-2005	Banca Minorista BBVA	Santa Cruz, nov. 04
Perspectivas Económicas 2004-2005	Constructora Gardilcic	Santiago, oct. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, oct. 04
Instituciones y Crecimiento Económico	Seminario BBVA	Madrid, oct. 04

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31252-2000

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

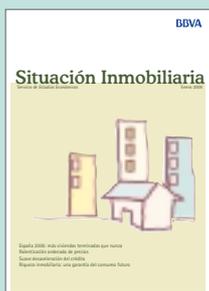
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.