

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

ERNESTO REZK (Director)

NICOLAS MOHADED (Investigador Jr.)

INSTITUTO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

Workshop - 17 Junio de 2008

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

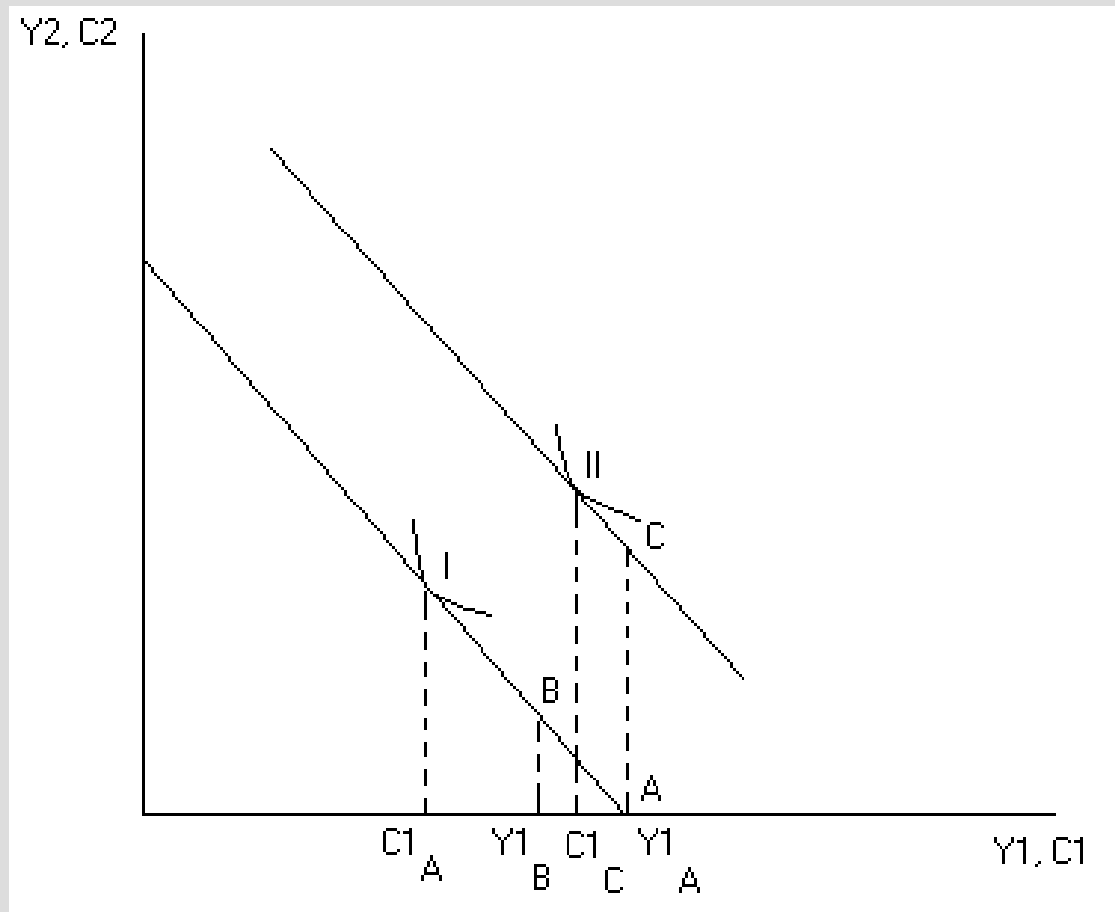
OBJETIVOS DEL ESTUDIO

1. Efectuar un análisis econométrico de los Sistemas de Fondos de Pensión de Argentina, Chile, Peru y Uruguay, para evaluar si las cuentas individuales de capitalización contribuyeron a incrementar el ahorro privado nacional o si, por el contrario, promovieron conductas ultrarracionales como las definidas por Modigliani, Feldstein, Bailey, David y Scadding

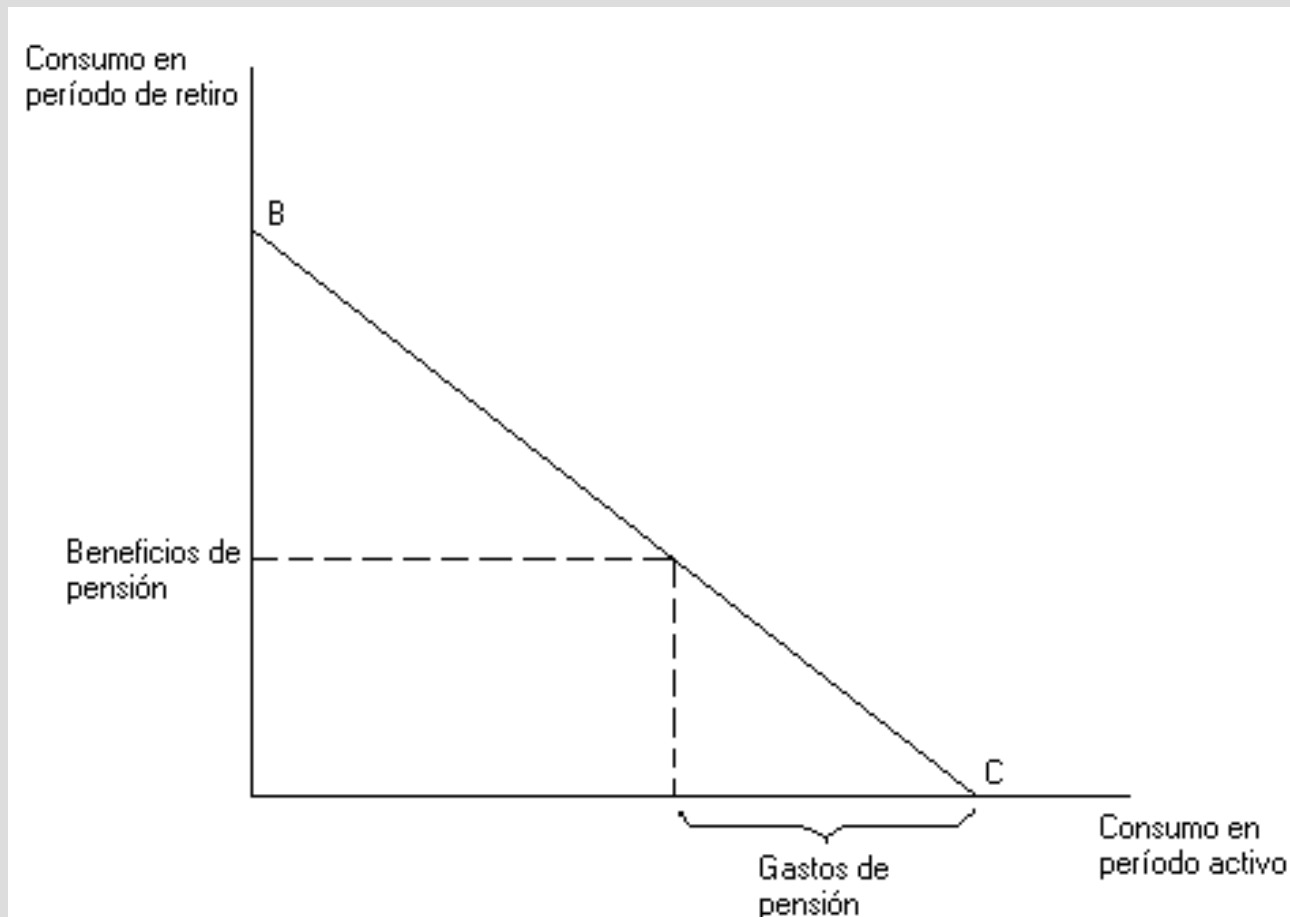
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

2. Investigar la posibilidad de que el Sistema de Fondos de Pensión genere externalidades que estimulen el desarrollo financiero de un país e identificar los mecanismos o procesos mediante los cuales ello resultaría en un fortalecimiento de los mercados domésticos de capital

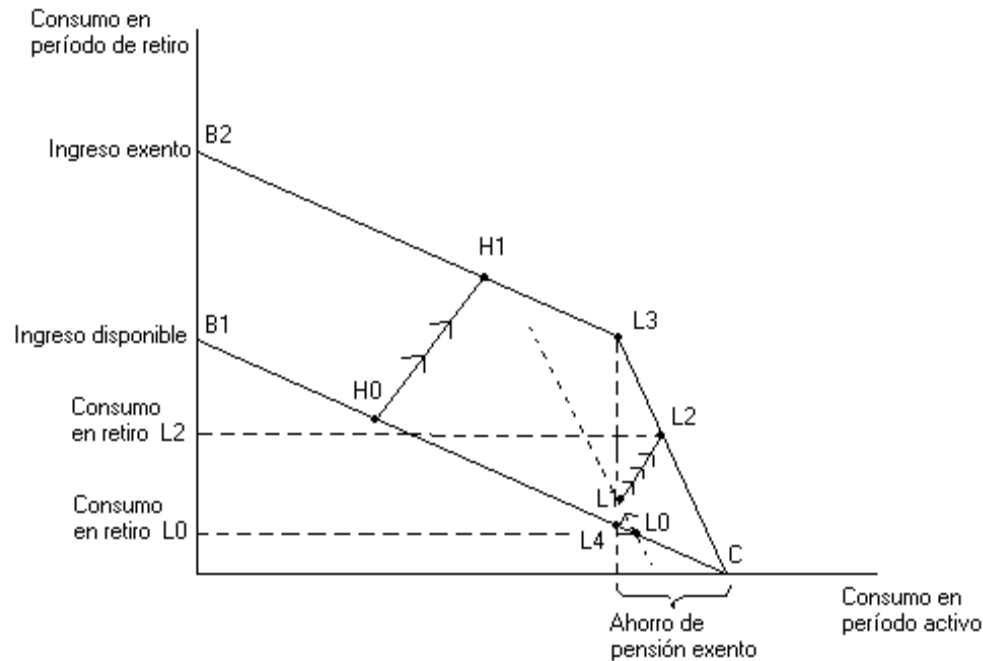
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?



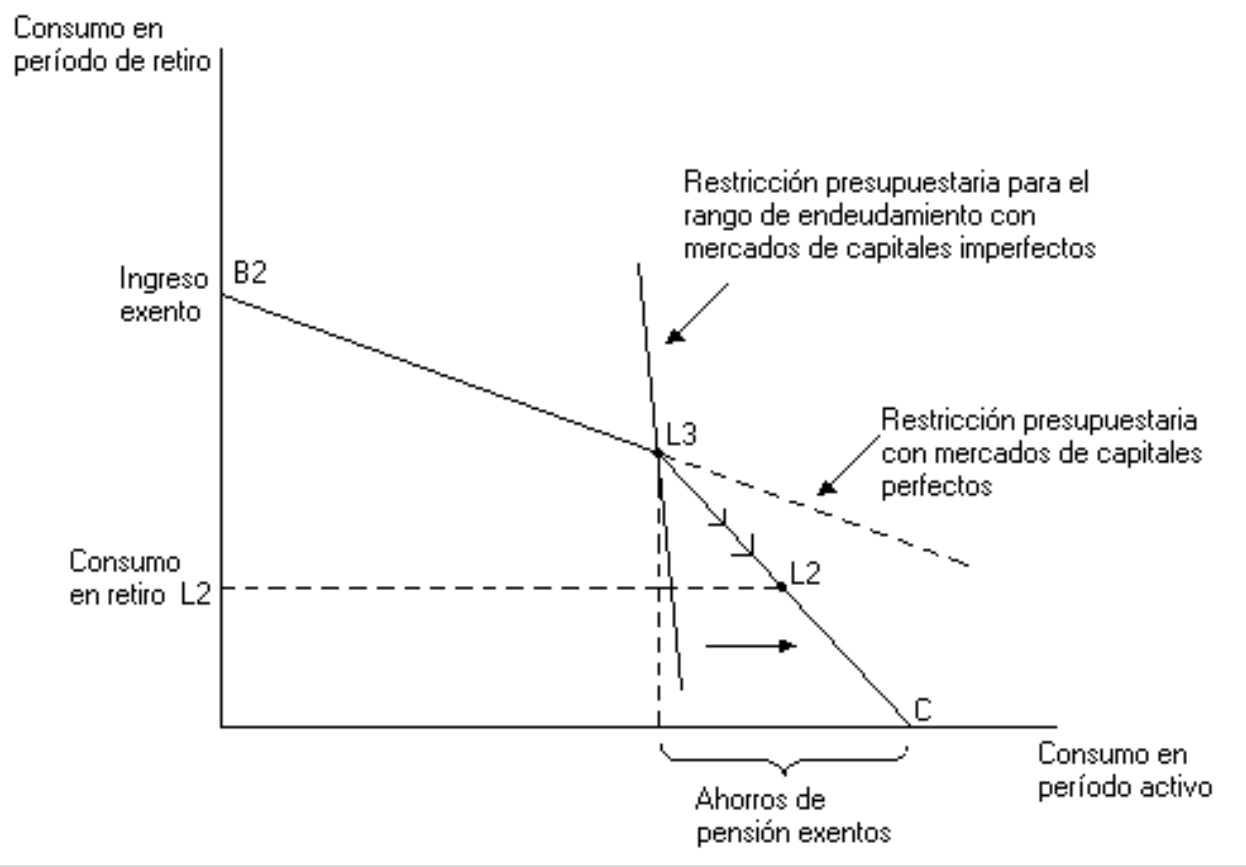
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?



Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?



Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?



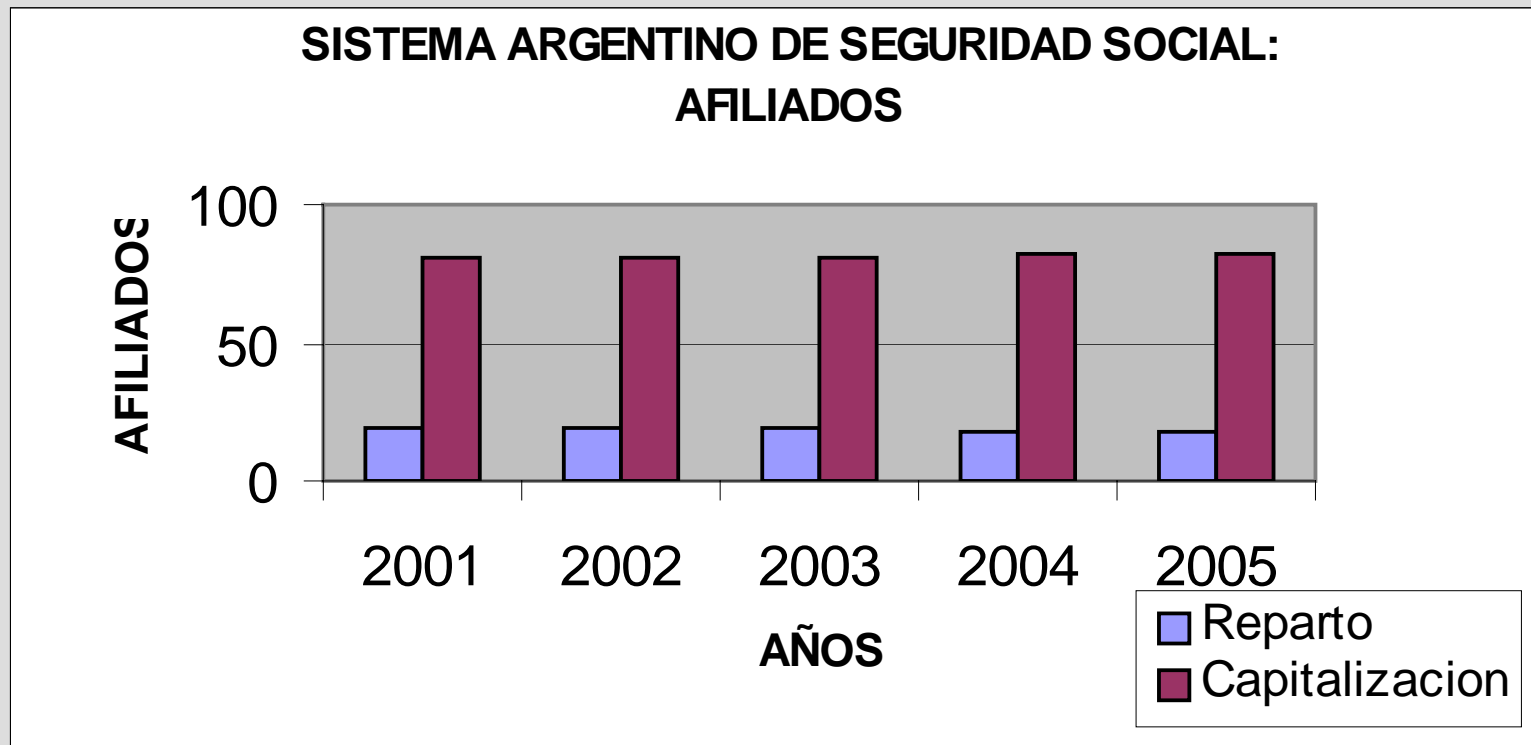
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

EL IMPACTO SOBRE EL AHORRO DE UN INCREMENTO EN LOS ACTIVOS DE FONDOS DE PENSION (MODELO DE CICLO DE VIDA)

	Ahorristas		Efecto Total
	Pequeño	Grandes	
Sistema voluntario y beneficios no gravados			
• Con tope en las contribuciones	+/-	-	-
• Sin tope en las contribuciones	+/-	+/-	+/-
Sistemas obligatorios con restricciones de liquidez			
• Con beneficios exentos de impuestos	+	-	+/-
• Con beneficios gravables	+	0	+
Sistemas obligatorios sin restricciones de liquidez			
• Con beneficios exentos de impuestos	+/-	-	+/-
• Con beneficios gravables	+/-	0	+/-

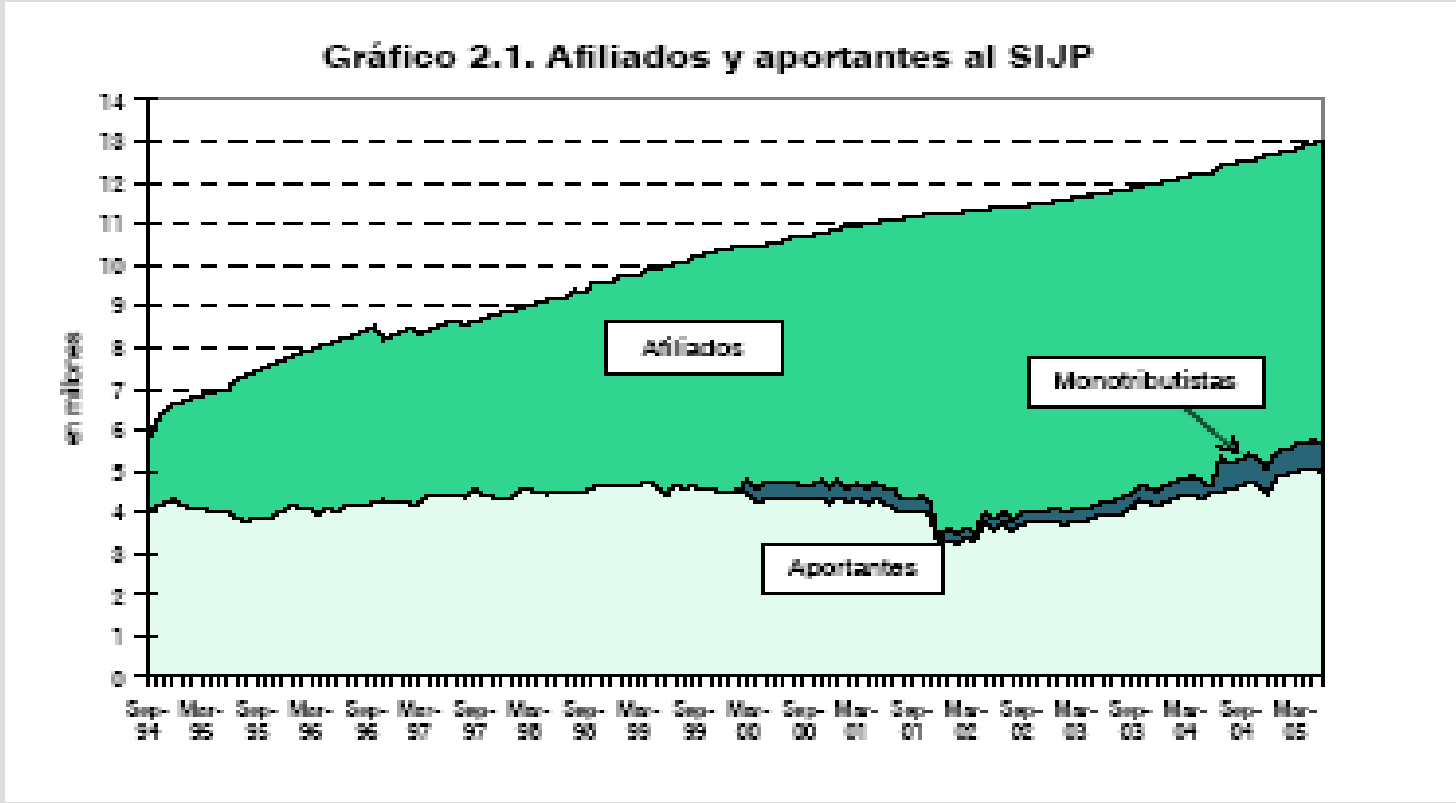
Fuente: Bailliu J. y H. Reisen, OECD, 1997.

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?



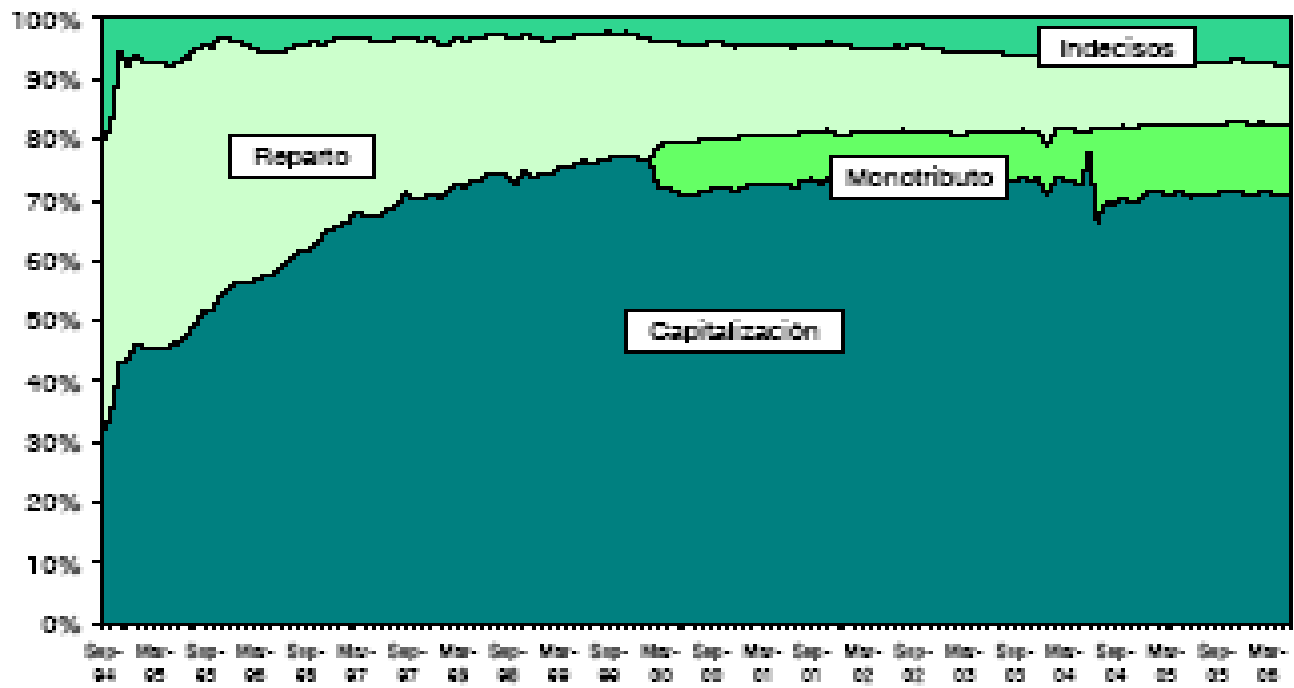
Fuente: INDEC

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

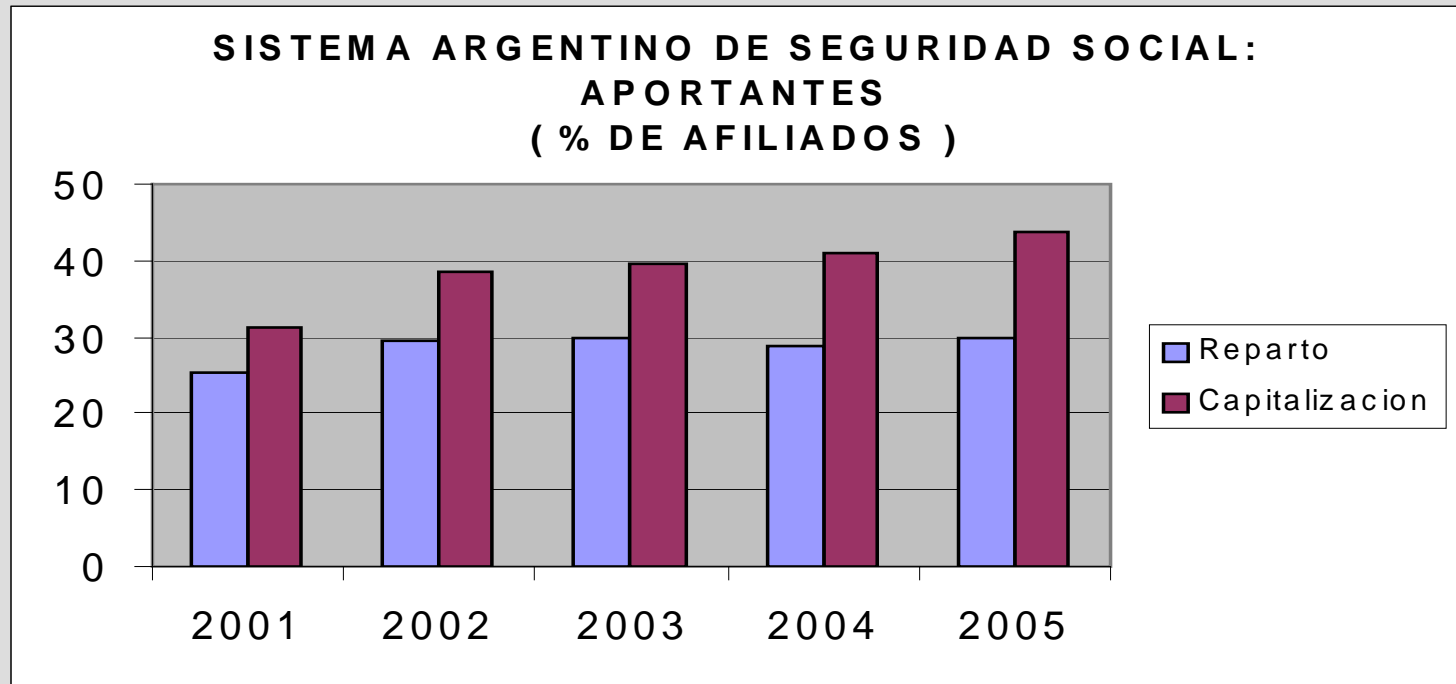


Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

Gráfico 2.5. Distribución de los aportantes al SIJP según régimen

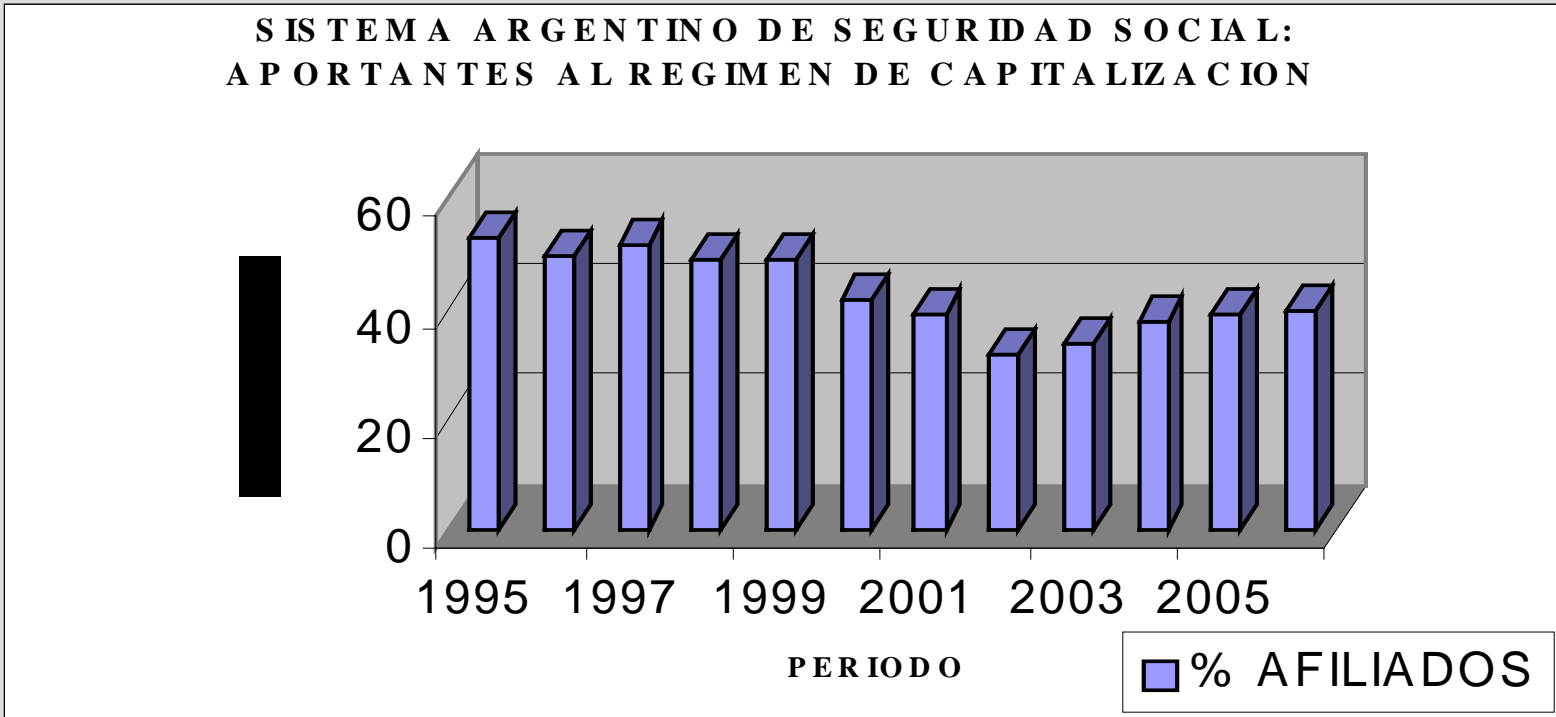


Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?



Fuente: INDEC

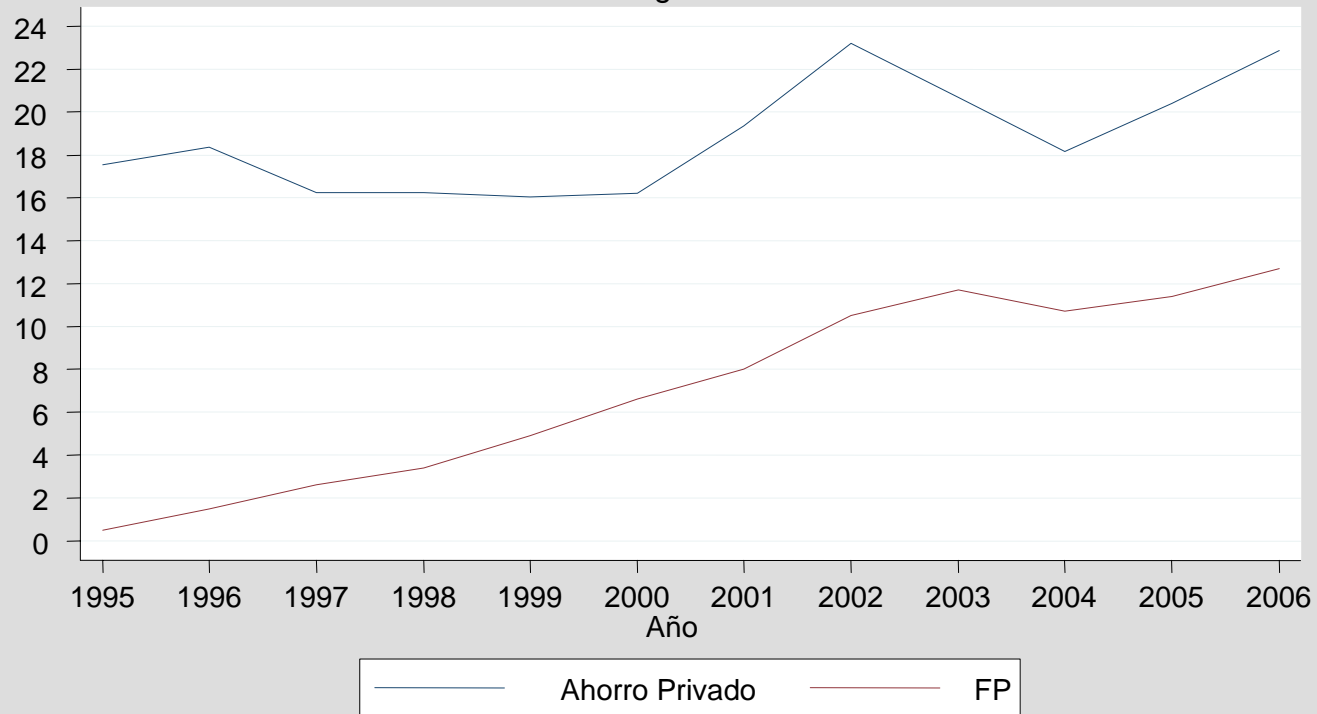
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?



Fuente: SAFJP

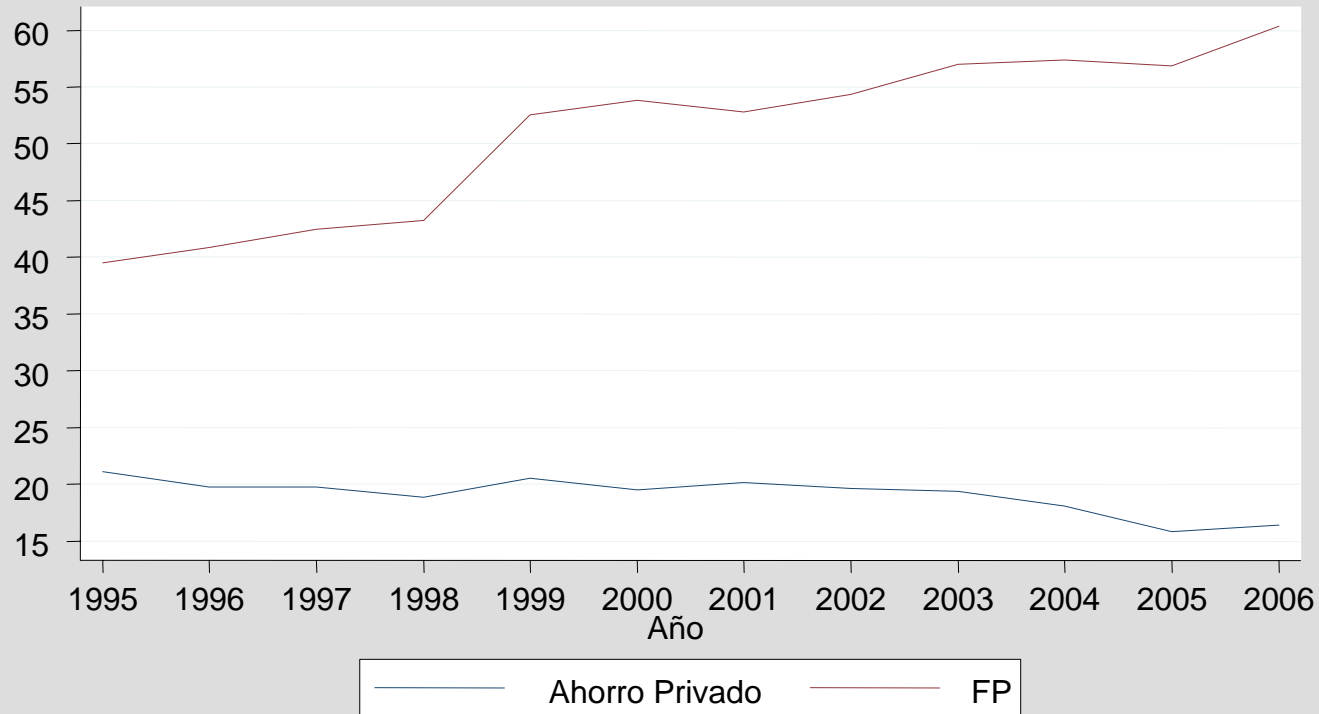
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

Ahorro privado y Fondos de pensión en % del PIB
Argentina



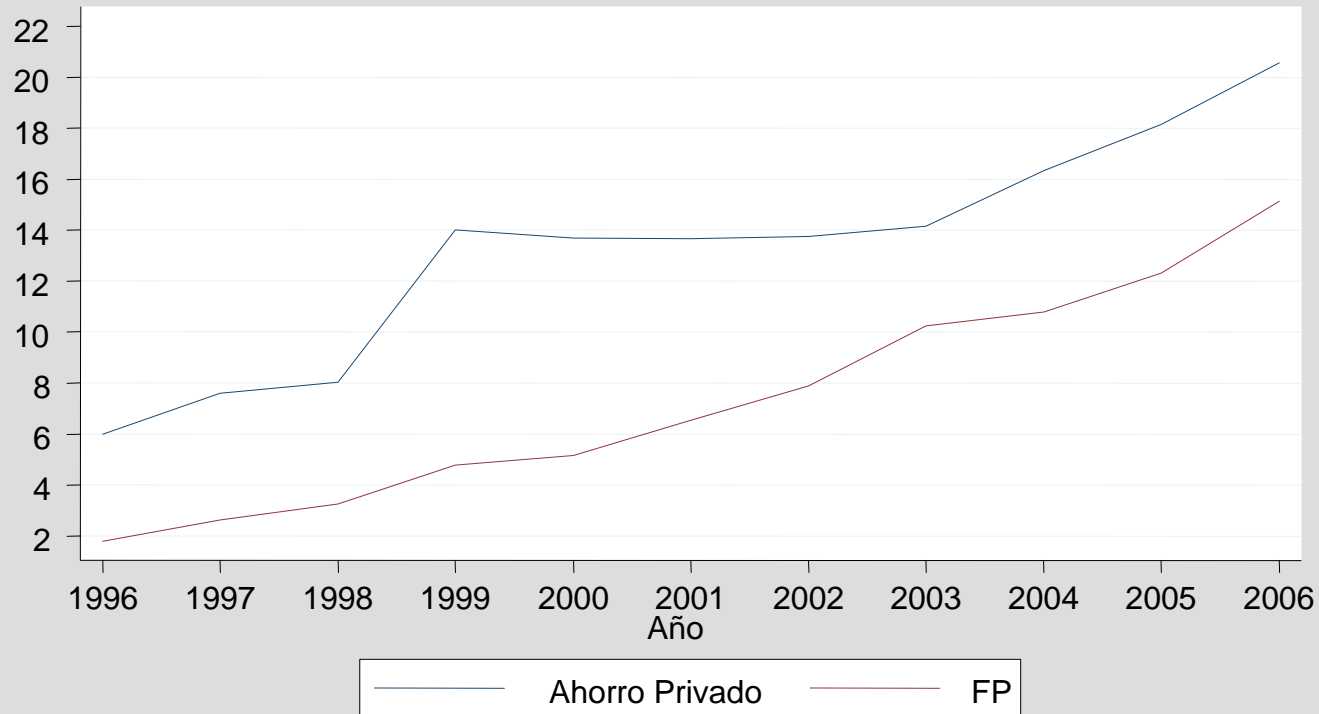
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

Ahorro privado y Fondos de pensión en % del PIB
Chile



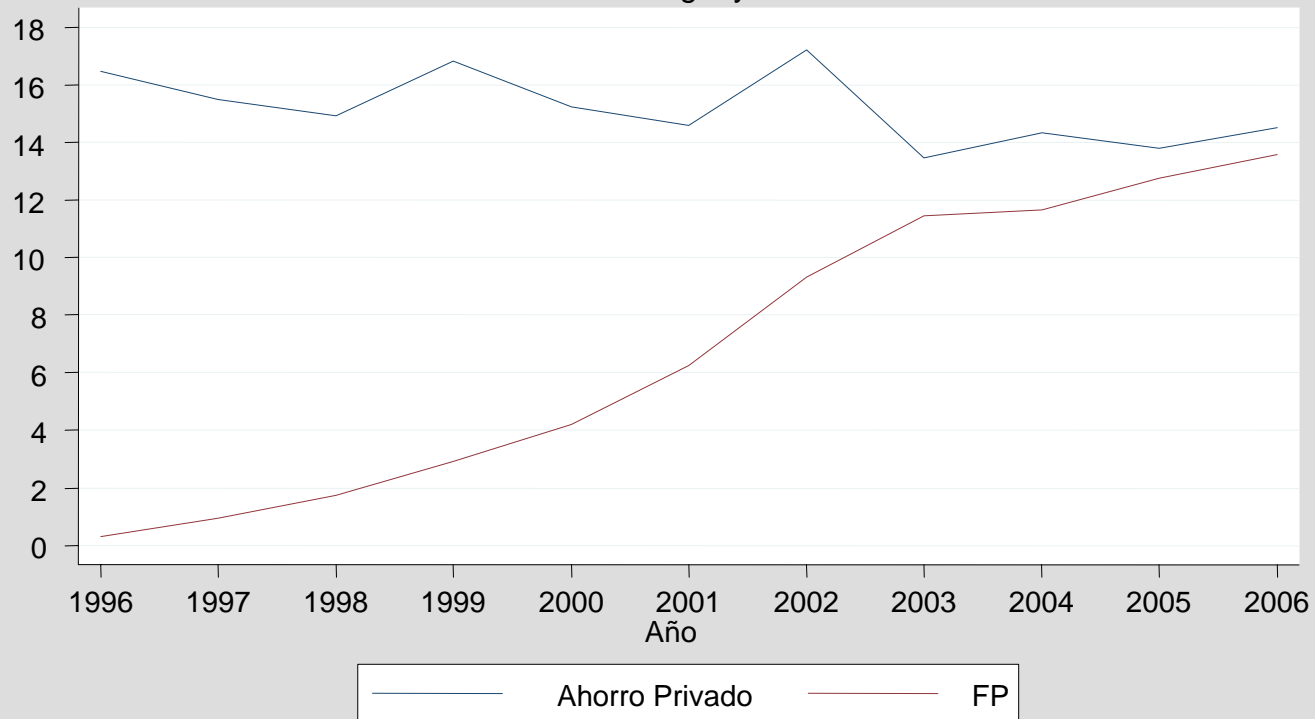
Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

Ahorro privado y Fondos de pensión en % del PIB
Perú



Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

Ahorro privado y Fondos de pensión en % del PIB
Uruguay



Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

VARIABLES UTILIZADAS

VARIABLE DEPENDIENTE:

- Ahorro privado como porcentaje del Producto Interno Bruto

VARIABLES EXOGENAS:

- Stock de Fondos de Pensión como porcentaje del Producto Bruto Interno (+)
- Tasa de Dependencia (Población total - PEA + Desempleados)/PEA (-)
- Tasa de Crecimiento del Producto Bruto Interno Real per cápita (+)
- Superávit Presupuestario como porcentaje del Producto Bruto Interno (-)
- Tasa de Interés de Plazo Fijo Nominal (entre 30 y 59 días) (signo ambiguo)
- Créditos Bancarios Domésticos como porcentaje del Producto Bruto Interno (-)
- Producto Bruto Interno real per cápita (+)

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

EL MODELO

$$A_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \delta z_{it} + \varepsilon_{it} \quad (i = 1, 2, 3, 4)$$

X stock de fondos de pensión en términos del PIB

Z vector de variables de control

Calculado mediante el Modelo de Datos de Panel, con datos agrupados y con efectos fijos, para el período 1996-2006 y con series de datos correspondientes a Argentina, Chile, Perú y Uruguay

El Modelo con datos agrupados se estimó con MCO

El Modelo con efectos fijos se estimó con MCVF

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

Prueba F aconsejó adoptar variante de efectos fijos

La heterocedasticidad se identificó con el Test de Wald y se corrigió con MCG

La autocorrelación se identificó con el Test de Wooldridge y se corrigió con AR(1) para todos los paneles

Se consideraron intervalos de confianza del 95% y del 90%, respectivamente, para evaluar la significación estadística de los coeficientes de regresión

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

Resultados de la estimación econométrica

Variables	Modelo Agrupado	Modelo con Efectos fijos
Stock de Fondos de Pensión	.126855 ** (.0346547)	.3377966 ** (.1427069)
PIB per Cápita	.0000109 ** (3.17e-06)	.0000113 (.0000202)
Tasa de Crecimiento del PIB	-.0004934 (.0011321)	.002063 * (.0012085)
Ratio de Dependencia	.0570042 (.0400275)	-.1656168 (.1048477)
Tasa de Interés	.0002717 (.0007531)	.0020262 ** (.0007864)
Créditos Bancarios	-.9314178 ** (.1083322)	-.2579499 * (.1325963)
Sup. Presupuestario	-.2501678 (.202341)	-1.185633 ** (.2470156)
R ² ajustado	.5188	.7949
Observaciones	35	
F (Efectos fijos)	13.11 **	

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

LOS FONDOS DE PENSION Y LOS MERCADOS DE CAPITAL

(Davies, Vittas, 1995)

Fondos de Pensión ⇒ Estimulan Desarrollo Financiero

Incrementan ofertas de fondos de LP

Mejoran eficacia asignativa de fondos

Estimulan infraestructura financiera

(Fontaine, 1996)

Requerimientos Iniciales de Localización en países en desarrollo (= prohibición inicial de la diversificación internacional de los fondos de pensión)



Incrementan tamaño y profundidad de mercados domésticos

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

LOS FONDOS DE PENSION Y LOS MERCADOS DE CAPITAL

Temas Claves (Reisin, 1997)

Desarrollo financiero \Rightarrow promueve el crecimiento económico?

Evidencias de que los fondos de pensión \Rightarrow contribuyen al desarrollo financiero?

Requerimientos iniciales de localización \Rightarrow Necesarios en países en desarrollo para impulsar mercados domésticos de capital?

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

INDICADORES POSIBLES DEL NIVEL DE DESARROLLO FINANCIERO DE UN PAIS

Nivel de desarrollo del sistema bancario (Depósitos/PIB)

- Mercados de capitales requieren sistema bancario confiable

Créditos domésticos al sector privado (Préstamos/PIB)

- Una asignación importante de créditos al sector privado mejora los servicios de "screening" del sistema financiero

Índice de desarrollo del mercado accionario

- Mercados accionarios líquidos y consistentes facilitan la diversificación de los riesgos y los proyectos de largo plazo con mayores retornos (posible destino de fondos de pensión)

Los fondos de pensión realmente aumentan el ahorro y promueven la formación de un mercado de capitales?

BIBLIOGRAFIA

- Ando, A. and F. Modigliani (1963), "The 'Life Cycle' Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", *American Economic Journal*, 53, March.
- Bailliu, J. and H. Reisen (1997), "Do funded pensions contribute to higher aggregate savings? A cross country analysis", OECD.
- Davis, P (1995), *Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets. An International Perspective*, Clarendon Press, Oxford.
- Feldstein, M. (1974), "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, No. 5.
- Orszag, P.R. and J. Stiglitz (1999), *Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems*, The World Bank.
- Reisen, H. (1997), *Liberalising Foreign Investments by Pension Funds: Positive and Normative Effects*, OECD.
- Vittas, D. (1995), *Pension Funds and Capital Markets*, The World Bank, Washington, D.C.