

# Financiarización e inversiones de los fondos de pensiones en la Alianza del Pacífico

## Financialization and pension fund investments in the Pacific Alliance

Steven Pardo López,\* Claudia Milena Pico\*\*

Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial  
(CC BY-NC) 4.0 Internacional

*Perfiles Latinoamericanos*, 28(56) | 2020 | e-ISSN: 2309-4982

DOI: <http://doi.org/10.18504/pl2856-009-2020>

Recibido: 25 de junio de 2019

Aceptado: 25 de febrero de 2020

### Resumen

Las reformas recientes a las pensiones en América Latina adoptaron un sistema multipilar como respuesta al cambio demográfico y a las necesidades de ahorro. Algunos de estos nuevos esquemas previsionales fortalecieron los sistemas financieros nacionales y acercaron las economías al proceso de financiarización. Este documento caracteriza, desde un enfoque descriptivo, la relación que surge entre los sistemas pensionales con capitalización individual y la financiarización de la economía para el caso de la Alianza del Pacífico. A partir de un análisis factorial concluye que las inversiones pensionales de Chile, Colombia, México y Perú exhiben una relación de dependencia con la inversión agregada y que particularmente las inversiones destinadas al sector financiero revisten mayor relevancia para el conjunto de los países bajo examen.

*Palabras clave:* financiarización, fondos de pensiones, Alianza del Pacífico, esquema multipilar, rentas del trabajo, deuda.

### Abstract

Recent pension reforms in Latin America adopted a multi-pillar system in response to demographic change and savings needs. Some of these new pension schemes strengthened national financial systems and brought economies closer to the financialization process. This document characterizes, from a descriptive approach, the relationship that arises between pension systems with individual capitalization and the financialization of the economy in the case of the Pacific Alliance. From a factor analysis, it concludes that the pension investments of the four countries exhibit a dependency relationship with the aggregate investment and that particularly the investments destined to the financial sector are of greater relevance for all the countries under review.

*Keywords:* financialization, pension funds, Pacific Alliance, multi-pillar, work revenues, debt.

---

\* Magíster en Administración de la Universidad Nacional de Colombia. Docente de Tiempo Completo Asociado, Institución Universitaria Politécnico Granacolombiano | [spardol@unal.edu.co](mailto:spardol@unal.edu.co)

\*\* Magíster en Economía por la Universidad del Rosario y en Historia por la Universidad Nacional de Colombia. Docente de Tiempo Completo Asociada, Institución Universitaria Politécnico Granacolombiano | [cmpico@poligran.edu.co](mailto:cmpico@poligran.edu.co)

## Introducción

Los sistemas pensionales constituyen estructuras institucionales esenciales para la seguridad social al brindar flujos de recursos económicos que protegen a la ciudadanía ante contingencias derivadas de situaciones de invalidez, vejez o muerte (Ministerio de Salud y Protección Social, 2018). Dichas estructuras responden a complejidades particulares, tales como el mercado laboral, los niveles de pobreza de la población, el enfoque de gestión del sistema (estatal o de mercado), el modelo de bienestar, las tendencias demográficas y los procesos migratorios, entre otros.

Las transformaciones dominantes que han experimentado los sistemas pensionales durante las últimas décadas se han caracterizado por una tendencia hacia la reducción del papel del Estado en la gestión de los recursos pensionales en virtud de un papel más activo del sector privado a partir de 1) la individualización de las contingencias, 2) la gestión financiera de los recursos, y 3) la sujeción del bienestar pensional al desempeño de los mercados financieros.

Las experiencias de algunos países de América Latina, especialmente de los países que componen la Alianza del Pacífico, han representado importantes referentes en el diseño de sistemas pensionales que se fundamentan en el dominio de las finanzas para la gestión eficiente de los recursos, en especial, en un contexto internacional en el que resalta la necesidad de implementar o ampliar (según sea el caso) el componente autofinanciado en los sistemas pensionales y de profundizar la gestión financiera de estos recursos (OECD, 2017). De hecho, países de Europa del Este como Hungría, Polonia, Letonia, Bulgaria, Croacia y Estonia han reformado sus sistemas de pensiones a partir de las experiencias latinoamericanas de las décadas de 1980 y 1990 (FIAP, 2018).

En esencia las reformas pensionales iniciadas por Chile en 1981 y seguidas por Perú en 1992, Colombia en 1993, Argentina en 1994, Uruguay en 1996 y México en 1997, se caracterizaron por aplicar un enfoque de múltiples pilares (en adelante, multipilar) en donde se redujo la importancia de los sistemas de reparto y se impulsó el papel de los sistemas de capitalización individual obligatorios y voluntarios (Banco Mundial, 1994; FIAP, 2018). Estas reformas limitaron el componente de solidaridad al interior de los sistemas y supeditaron en muchos casos la obtención de una pensión a la acumulación de capital financiero y, por ende, a la eficiencia de la gestión financiera y al desempeño de los mercados financieros.

De esta manera, los sistemas pensionales han constituido uno de los principales escenarios en América Latina que han acercado las economías

nacionales y a la ciudadanía en general al dominio de las finanzas. Por una parte, la creación de un sistema contributivo obligatorio administrado por sociedades privadas fortaleció la movilidad del capital financiero al permitir el direccionamiento de enormes flujos de efectivo hacia los mercados financieros nacionales e internacionales. Por otra, la inclusión de conceptos, instrumentos y agentes financieros en la gestión del bienestar pensional acercó a los cotizantes y pensionados al análisis y comportamientos propios de inversionistas financieros.

Cabe destacar que este vínculo entre los sistemas pensionales y las finanzas no ha sido homogéneo ni estático. No ha sido homogéneo puesto que, aunque varios países adoptaron el enfoque multipilar, las estructuras institucionales que implementaron para aplicarlo difirieron significativamente las unas de las otras. No ha sido estático toda vez que los sistemas pensionales han evolucionado a través de nuevas reformas paramétricas y estructurales que en algunos casos han profundizado y, en otros, han reducido la dependencia del bienestar pensional a las dinámicas de los mercados financieros.

Ante este escenario, la importancia de las finanzas en el funcionamiento de los sistemas pensionales latinoamericanos representa una oportunidad para abordar el proceso de la financiarización de la economía en países emergentes; un concepto entendido como “el creciente papel de motivos financieros, mercados financieros, actores financieros e instituciones financieras en la operación de la economía nacional e internacional” (Epstein, 2001), que ha sido analizado ampliamente por escuelas de economía heterodoxa, pero que se ha centrado principalmente en el estudio de países con mercados financieros desarrollados.

En este sentido, el presente documento explora el proceso de financiarización en las economías de la Alianza del Pacífico a partir de la relación que ha surgido entre algunos *sistemas pensionales y el dominio de las finanzas*. Para ello, el artículo ha sido estructurado en seis secciones incluyendo la presente introducción. En la segunda sección se brindará un marco teórico sobre financiarización de la economía. En la tercera, se hará un breve recuento histórico sobre la relación entre sistemas pensionales y financiarización. En la cuarta se describirá el contexto pensional de América Latina a partir de las reformas pensionales que han surgido desde la década de 1980. En la quinta sección se identificarán los cambios más representativos en favor de las finanzas y de la movilidad del capital financiero que han experimentado los sistemas pensionales de Chile, Colombia, México y Perú, desde la introducción del enfoque multipilar hasta la actualidad. En la última sección se precisarán las condiciones en las que se produce la relación entre las inversiones de los fondos de pensiones y el entorno macroeconómico para los países bajo examen.

## Financiarización de la economía

El desarrollo de la economía mundial en el marco del proceso de globalización, se ha caracterizado por el dominio de las finanzas en las estructuras económica, política, social, tecnológica y cultural de la sociedad (Zwan, 2014). Bajo este dominio se ha privilegiado al capital financiero como instrumento de inversión, a los mercados financieros como espacio de reproducción del capital y a las actividades especulativas como herramientas de gestión (Gómez Villegas, 2016).

La transformación de las relaciones entre el capital financiero y el capital productivo ha constituido una característica central en la consolidación de las finanzas como eje de desarrollo de la economía. En esencia, el tránsito desde el capitalismo industrial del siglo xx hacia el capitalismo financiero del siglo xxi estuvo marcado por la dilución de la subordinación del capital financiero al capital industrial (Guevara, 2015). Es decir, se transitó desde un régimen de acumulación en el que la importancia del capital financiero se basaba en su capacidad para facilitar la actividad productiva y la consecución de excedentes económicos, vía utilidad en las operaciones, hacia un régimen de acumulación en el que el capital financiero participa directamente de los procesos de reproducción de capital por medio de actividades especulativas que proveen excedentes a la organización, vía rendimientos financieros (Aglietta & Rebérioux, 2009; Zwan, 2014).

Este posicionamiento del capital financiero ha sido el resultado de cambios institucionales que han modificado las relaciones entre el Estado y el mercado como aseguradores de las condiciones económicas y sociales de los individuos (Zhang & Andrew, 2014). De esta manera, las economías nacionales han experimentado un desplazamiento en su composición sectorial en donde los mercados y las instituciones financieras han adquirido un rol más relevante en la generación del lucro y en el desarrollo de políticas de bienestar (pensiones, hipotecas, educación, entre otros) (Hein, 2013; Zhang & Andrew, 2014).

Algunas escuelas de economía heterodoxa se han centrado en las últimas dos décadas en el estudio de este fenómeno, acuñado bajo el rótulo de *financiarización*. Sobresalen los aportes que provienen de la escuela de regulación francesa por parte de autores como Orlean, Boyer y Aglietta, así como los de la escuela poskeynesiana de autores como Stockhammer, Hein y Van Treeck, entre otros. El estudio de este concepto ha generado una gran variedad de definiciones con enfoques que pueden diferir sustancialmente frente a la definición de Epstein (2001) que se presentó en la introducción de este documento; al respecto, la tabla 1 presenta algunas de las definiciones con mayor reconocimiento académico.

Tabla 1. Definiciones de *financiarización*

<i>Autor</i>	<i>Definición</i>
Epstein (2001)	"La financiarización se refiere a la creciente importancia de los mercados financieros, los motivos financieros, las instituciones financieras y las élites financieras en la operación de la economía y de sus instituciones tanto a nivel nacional como internacional" (p. 1).
Krippner (2005)	"Siguiendo a Arrighi (1994), la financiarización es un patrón de acumulación en el que los beneficios se acumulan en mayor medida a través de canales financieros y en menor medida a través del comercio y la producción de bienes" (p. 174).
Montgomerie (2007)	"La financiarización es un término reciente que captura la transformación al interior del sistema financiero así como la creciente relación entre el sistema financiero y otros sectores económicos" (p. 304).
Palley (2008)	"La financiarización es un proceso en el que los mercados financieros, las instituciones financieras y las élites financieras adquieren un mayor influencia sobre la política económica y sobre los resultados económicos. La financiarización transforma el funcionamiento del sistema económico tanto a nivel macro como en el micro" (p. 17).
Carroll & Jarvis (2014)	"Usamos la palabra financiarización para referirnos al cambio general de formas productivas a financieras de acumulación de capital y lo entendemos como una parte crucial de lo que Harvey capturó en su descripción como la transición de un régimen de acumulación fordista keynesiano dominante en la era de la posguerra" (p. 538).
Zhang & Andrew (2014)	"La financiarización implica una transición sistémica de obtención de beneficios de la producción tradicional al sistema financiero —tal que el Estado ahora funciona para garantizar la integridad y la solvencia del sistema financiero" (p. 19).
Zwan (2014)	"Después de todo, la financiarización ha sido presentada en este artículo como un régimen de diferenciación en el que los ejecutivos corporativos y los inversionistas a gran escala están obteniendo el botín de los mercados financieros mientras los hogares acumulan deuda a pesar del estancamiento de los salarios reales" (p. 119).

Fuente: Elaboración propia a partir de Epstein (2001), Krippner (2005), Montgomerie (2006), Palley (2008), Carroll & Jarvis (2014), Zhang & Andrew (2014), Zwan (2014).

En procura de lograr una comprensión más precisa acerca de la financiarización, Zwan (2014) categorizó los estudios que se han hecho sobre el tema en tres enfoques generales, a saber: 1) la financiarización como régimen de acumulación sucesor del régimen fordista en donde autores de la escuela de regulación francesa como Boyer (2000) proponen que la movilidad internacional del capital, los cambios en el gobierno corporativo y la difusión de títulos financieros han creado un régimen de acumulación guiado por las finanzas; 2) la financiarización como generación de valor para el accionista, en donde la búsqueda de ganancias que superen el costo de oportunidad del inversor ha justificado la expansión de políticas y prácticas que favorecen a los accionistas frente a otras partes de interés de la empresa y ha modificado tanto la relación principal-agente como las estructuras de inversión (Aglietta, 2000; Aglietta & Reberlioux, 2009), y 3) la financiarización de los hogares en donde el acceso al crédito se ha convertido en el principal instrumento para mantener el consumo, situación que ha generado un creciente endeudamiento de los hogares y una transformación en su comportamiento (Stockhammer, 2012). Así las cosas, a partir de una posición crítica sobre la hegemonía del capital financiero, la financiarización participa en

debates sobre poder, dominio y lucha de clases (Guevara, 2015) en los niveles macroeconómico, organizacional e individual.

La mayoría de los estudios sobre financiarización se han centrado en el análisis de economías desarrolladas con mercados financieros robustos, amplia distribución de los derechos de propiedad y que aplican mecanismos de mercado como principal vía para la distribución del capital, en donde destacan principalmente los casos de Estados Unidos y Reino Unido (Siepel & Nightingale, 2014). No obstante, en los últimos años se ha observado un mayor interés académico por extender los estudios sobre financiarización al análisis de economías emergentes (Carroll & Jarvis, 2014; Nölke, 2018), en virtud de las transformaciones que han experimentado las estructuras institucionales de estos países y que han favorecido la operación del capital financiero.

Ante este escenario, los sistemas de seguridad social constituyen una esfera prolífica para los estudios sobre financiarización en economías emergentes. En esencia, los procesos de privatización que emprendieron diversas economías en América Latina, Asia y Europa del Este, en el marco de las reformas neoliberales de finales del siglo xx, brindaron un rol protagónico a las finanzas en la prestación de servicios sociales como la educación, la salud o la pensión. Particularmente en América Latina, las reformas a los sistemas pensionales, que empezaron en la década de 1980, han favorecido el surgimiento de regulaciones, entidades y mercados que facilitan la operación del capital financiero y privilegian la gestión financiera en procesos de acumulación de capital, gestión organizacional y bienestar pensional. Una situación que conviene caracterizar en las siguientes secciones.

## La histórica relación entre financiarización y sistemas pensionales

Los enfoques que se han usado para el estudio de la financiarización y que fueron listados previamente responden a realidades históricas que se produjeron principalmente en el mundo desarrollado hacia la década de los setenta, momento en que se da el tránsito hacia el paradigma de acumulación flexible.<sup>1</sup> Para entonces concurre una crisis de las bases del Estado de bienestar y del fordismo que está acompañada por una creciente importancia de los mercados financieros.

Fumagalli (2010) describe los procesos que dieron lugar al ascenso del capital financiero, dentro de los que resaltan el fin del fordismo, las necesidades

---

<sup>1</sup> Siguiendo a Hudson (1989). Citado por Bellón, 2006, p. 56): “la acumulación flexible requiere de una mayor especificación de los ramos en los cuales las estrategias post-fordistas han sido construidas y de las estrategias que han sido utilizadas para reorganizar la producción a través de las líneas post-fordistas”.

de generación de valor para los accionistas y la creciente relación de endeudamiento de los hogares. Procesos que concurrieron para dar paso a lo que Gretta Krippner (2012) describió como la tendencia a la obtención de beneficios a través de canales financieros y no de actividades productivas.

En este apartado se plantea que la creciente importancia del capital financiero en la economía mundial tiene como elemento central la integración de la política social a los mercados financieros. Para dar cuenta de esto se reconstruyen los cambios que explican la incorporación de los sistemas pensionales a los circuitos financieros.

Para develar este vínculo se debe partir de la comprensión del origen de la financiarización. La expansión del capital financiero se ha asociado, en el largo plazo, con el fin de procesos de acumulación material. En su descripción de las tres hegemonías del capitalismo histórico, Arrighi (1999) se refiere a estos ciclos largos de expansión para los casos de las ciudades Estado italianas, Holanda y el Reino Unido.<sup>2</sup> En el último ciclo largo de acumulación, el cuarto, caracterizado por el dominio hegemónico de Estados Unidos, la expansión del capital financiero se inició con el estancamiento sufrido por la economía norteamericana durante los setenta. Dado que cada ciclo de expansión financiera está precedido por uno de expansión material se puede afirmar que este último llegó a su fin para entonces.

La crisis norteamericana forzó una declaración de inconvertibilidad del dólar en oro por parte del entonces presidente Richard Nixon y produjo la crisis del sistema Breton Woods que había estado vigente a nivel mundial desde 1944. Con esta declaración se ponía fin a los regímenes cambiarios fijos y se daba paso a un sistema caracterizado por fuertes oscilaciones de la tasa de cambio, oscilaciones que se convertirán en una de las raíces de la volatilidad en la historia reciente.

Al fin de Breton Woods se le sumó la crisis de los Estados de bienestar que dio lugar a procesos de reforma caracterizados por la apropiación de las rentas de trabajo por parte de nuevos actores: dicha apropiación pasa del Estado a organizaciones privadas. Este cambio es un resultado de la crisis de la demanda interna representada en una desaceleración del consumo en las últimas décadas del siglo xx. Las causas de la desaceleración podrían ser la creciente concentración de la renta a nivel mundial (Piketty, 2015) y el tránsito de la acumulación material a la financiera que refiere Arrighi (1999).

El estancamiento en materia de crecimiento que genera la caída en la demanda fuerza la búsqueda de nuevas rentas. La política social se convierte así

---

<sup>2</sup> Estos tres poderes han sido señalados por Arrighi como los poderes hegemónicos antes del ascenso de Estados Unidos. El dominio de estos se extendió en su orden durante los siglos xvi (Italia), xvii (Holanda) y el de Gran Bretaña entre finales del siglo xviii y principios del xx.

en la fuente de las rentas requeridas para reactivar el crecimiento. De ahí que se promuevan reformas tendientes a la privatización de la protección social y la apropiación de las rentas de trabajo por parte de agentes privados. Fumagalli se refiere a este cambio como sigue:

Entonces se había observado que el proceso de financierización podía ser definido por la desviación más o menos forzosa de partes crecientes de las rentas de trabajo hacia el intercambio financiero después de que los propios mercados financieros asumieran la función de aseguramiento social derivado de la privatización y desmantelamiento de las instituciones del Estado de bienestar, relativos a las pensiones, la sanidad y la educación. (Fumagalli, 2010, p. 164).

De esta forma los fondos de pensiones pasan a ser una de las fuentes principales del crecimiento del capital financiero. Ahora bien, la justificación de la privatización de los fondos de pensiones no tendrá que ver con la referida necesidad de rentas. El proceso de envejecimiento de la población por la transición demográfica, las necesidades de financiamiento del Estado ante la tendencia creciente del pasivo pensional y la baja tasa de ahorro de las economías se convirtieron en la justificación para avanzar en la privatización.

Un ejemplo de esto es la postura del Banco Mundial que en su informe “Envejecimiento sin crisis” llamó la atención sobre los cambios demográficos y sus consecuencias:

[...] a medida que la familia extensa y los vínculos comunales se debilitan debido a la urbanización, la movilidad, las guerras y la hambruna, los sistemas informales se resienten. La presión sobre estos sistemas se hace sentir sobre todo cuando la proporción de población anciana aumenta rápidamente, a consecuencia de los avances de la medicina y la disminución de la fecundidad. A fin de adaptarse a estas necesidades que cambian tan rápidamente, varios países asiáticos y africanos están considerando la posibilidad de efectuar cambios fundamentales en la forma en que proveen seguridad económica en la vejez (Banco Mundial, 1994, p. 4).

Estos argumentos fueron reforzados por el trabajo de Feldstein (1974), quien afirmó que los sistemas de seguridad social tendrían un impacto negativo sobre el crecimiento en el largo plazo y sobre el ahorro y la inversión. El planteamiento de este autor se sustentaba en la idea de que, si los individuos reciben una pensión pública, sus incentivos para el ahorro se reducen, de esta forma, los sistemas de reparto tenían una incidencia negativa sobre la acumulación.

Este discurso ha fundamentado diversos procesos de reforma a nivel mundial. En el Reino Unido se reconoce la influencia de las ideas de Feldstein ya que

“[...] las pensiones se han reorientado gradualmente en torno a la noción de que los individuos son responsables de su ahorro para el retiro incluso con la pensión estatal reimaginada como una plataforma de ahorro” (Berry, 2014, p. 3).

Europa Oriental empezó un proceso de financiarización con integración de la política social en 1995 (Gabor, 2012) y la Unión Europea adoptó la visión de los esquemas multipilar promovida por el Banco Mundial e impulsó estos procesos de reforma en 2003 bajo la premisa de que la profundización del mercado de capitales promueve la inversión y trae beneficios económicos de largo plazo (Bonizzi & Churchill, 2017).

En América Latina, con el debilitamiento del dólar en los setenta se produjo un nuevo ciclo de integración a la economía mundial.<sup>3</sup> Dicha integración se produjo a través de la deuda. Las exportaciones de capital hacia la región crecieron durante los setenta y fueron el detonante de la crisis de endeudamiento que debilitó el crecimiento de la región durante los ochenta (Reinhart, Calvo & Leiderman, 1994). Esta crisis fue la base de los procesos de reforma de los sistemas de protección social de finales del siglo xx.

Sin embargo, dado que las condiciones de circulación de capital y la profundización de los mercados financieros en América Latina es inferior, es necesario validar si la estrecha relación que se ha descrito se mantiene para el caso de economías con condiciones estructurales diferentes. En la región se ha encontrado que varios procesos de reforma a los sistemas pensionales han seguido de cerca los principios liderados por el Banco Mundial y lo han hecho antes que las economías desarrolladas. No obstante, las condiciones institucionales del entorno en el que se produce la reforma han incidido en el grado de complementariedad que tienen los sistemas pensionales y la financiarización.

De esta manera, aunque las reformas pensionales hayan acercado las economías latinoamericanas a escenarios de dominio del capital financiero, resultaría inconveniente generalizar la relación resultante entre sistemas pensionales y financiarización dada la diversidad de esquemas pensionales que se han implementado en la región. Un ejemplo de esta diversidad puede reconocerse en casos como el de Brasil y Bolivia, cuya distancia con las reformas de Argentina y Chile ha sido señalada por Lavinas:

A diferencia de Argentina y Chile, Brasil y Bolivia adoptaron principios de universalización que llevaron a la reconfiguración del derecho a un ingreso de reemplazo

---

<sup>3</sup> Se habla de integración porque, desde los treinta, las economías latinoamericanas adoptaron el modelo de desarrollo conocido como industrialización por sustitución de importaciones o industrialización liderada por el Estado. En este marco se privilegió el crecimiento de la demanda interna y se emprendieron procesos de reforma social desde el Estado.

en situaciones de inactividad [...] pero mientras el modelo boliviano se ha inclinado por una tarifa plana, o un beneficio universal mínimo para los pensionados, con resultados favorables en términos de promoción de la ciudadanía, el diferencial de Brasil está asociado con la provisión de un valor mínimo para el beneficio en cuestión atado al salario mínimo (Lavinás, 2017, p. 124).

En el siguiente apartado se abordarán los procesos de reforma pensional de los países de América Latina, con énfasis en los casos de Chile, Colombia, México y Perú y se dará cuenta de las circunstancias en las que se promueven los cambios en favor de la operación del capital financiero y de sus efectos sobre la relación de complementariedad entre la política social y el mercado.

## Reformas a los sistemas pensionales en el contexto latinoamericano

Las reformas a los sistemas pensionales que surgieron en América Latina a finales del siglo xx intentaron responder a múltiples retos que fueron heredados de un modelo de Estado de bienestar parcelado en el cual los beneficios sociales, entre ellos los beneficios pensionales, se extendían parcialmente a una pequeña parte de la población, en función de un mercado laboral poco desarrollado y con un componente asistencialista elevado (Giraldo, 2007). En este sentido, dentro de los retos pensionales más relevantes de la época se destacan el alto costo de las pensiones públicas, la inequidad en la distribución de las pensiones y la baja cobertura (CEPAL, 2017).

En el informe “Envejecimiento sin crisis”, el Banco Mundial resaltó la importancia de proveer seguridad económica a los ancianos por medio de reformas estructurales que solucionaran los problemas característicos de los sistemas pensionales basados en un único pilar público de reparto. Para ello el informe planteó la pertinencia de introducir un sistema multipilar que mejoraría la función de ahorro o remplazo del salario, la función de redistribución o alivio a la pobreza y la función de seguro contra distintos riesgos derivados de la vejez. En la misma línea, los autores del informe subrayaron el potencial del enfoque multipilar en el estímulo de los mercados de capitales y en el control del déficit fiscal asociado a las obligaciones pensionales a cargo del Estado.

Este enfoque multipilar fue acogido por diez países de América Latina entre 1981 y 1996 y generó una nueva estructura institucional para la gestión del bienestar pensional, compuesta por un primer pilar no contributivo administrado por el Estado, en el que parte de la población sin posibilidades de alcanzar un seguro pensional se beneficia de programas de asistencia social financiados por impuestos. Un segundo pilar contributivo obligatorio administrado por el

Estado y/o por entidades privadas en el cual los trabajadores formales realizan cotizaciones en función del salario devengado para alcanzar un seguro en su vejez. Un tercer pilar contributivo voluntario administrado por entidades privadas cuya función consiste en complementar los resultados del pilar contributivo obligatorio, al brindar recursos pensionales adicionales en la vejez (Banco Mundial, 1994; Müller, 2002; FIAP, 2018).

Aunque estas reformas crearon importantes coincidencias entre las estructuras pensionales de los países que las acogieron, dichas estructuras no fueron totalmente homogéneas y exhibieron diferencias en su diseño e implementación, especialmente en lo que respecta al segundo pilar. En este sentido, países como Chile, Bolivia, México, El Salvador y República Dominicana, implementaron un modelo pensional sustitutivo en el que el esquema de capitalización individual reemplazó al sistema público de reparto. Colombia y Perú, por su parte, prefirieron un modelo paralelo en el que el esquema de capitalización individual y el sistema público de reparto, operaban a la vez y competían entre sí. Argentina implementó un modelo paralelo integrado en el que coexistían el esquema de capitalización individual y el sistema público de reparto, pero en donde ambos sistemas recibían cobertura por parte del sector público. Finalmente, Costa Rica, Uruguay y Panamá prefirieron un modelo mixto en el cual los dos sistemas operaban simultáneamente y se complementaban (CEPAL, 2017).

Estas diferencias se profundizaron en las dos primeras décadas del siglo XXI de la mano de nuevas reformas estructurales y paramétricas que exhibieron mayor heterogeneidad en el enfoque adoptado por cada gobierno. De acuerdo con datos de la CEPAL (2017), entre 2008 y 2017 se realizaron tres reformas estructurales y catorce reformas paramétricas en los países de América Latina. Esta segunda ola de reformas, que aún no finaliza, ha intentado responder de nuevo a los clásicos problemas de insuficiencia, cobertura y equidad que se han mantenido presentes a pesar de la introducción del enfoque multipilar.

## Reformas estructurales y paramétricas a inicios del siglo XXI

Las nuevas reformas estructurales se llevaron a cabo en Argentina, Chile y Bolivia y coincidieron en reivindicar el papel del Estado como sujeto activo y en resaltar el principio de solidaridad en el funcionamiento de los sistemas; de esta manera, en Argentina, por ejemplo, se eliminó el esquema de capitalización individual y se regresó a un sistema de reparto administrado por el Estado; en Chile se integraron los esquemas contributivos y no contributivos con un importante componente de solidaridad hacia las mujeres y los más pobres y un aumento del financiamiento público, y en Bolivia se optó por el

impulso al pilar no contributivo y por regresar la administración de los fondos de pensiones a manos del Estado (CEPAL, 2017).

Por su parte, las reformas paramétricas se han centrado en ajustes convencionales, tales como aumentos en la edad de retiro, cambios en la tasa de cotización, ajustes a las tasas de remplazo, restricciones de acceso a los beneficios, ajustes en la fórmula de beneficios, entre otros (FIAP, 2018). No obstante, en los países con esquemas de capitalización individual estas reformas convencionales han sido complementadas por reformas paramétricas financieras que persiguen la maximización del capital a partir de estrategias como la creación de los esquemas de multifondos y la flexibilización de los regímenes de inversión (FIAP, 2018).

Desde luego, las reformas paramétricas que se basan en la gestión financiera generan mayor impacto en aquellos sistemas en los cuales los esquemas de capitalización individual han alcanzado un nivel de desarrollo significativo, como es el caso de Chile, Colombia, Perú y México, cuyos esquemas de capitalización individual han completado más de dos décadas de operación y concentran los mayores montos de capital en cuentas individuales para América Latina. Así, por ejemplo, al 30 de septiembre de 2018 los recursos gestionados por las administradoras de fondos de pensiones de estos cuatro países sumaban 516.093 millones de dólares estadounidenses (FIAP, 2018), liderados por Chile con 204.020, seguido de México con 184.913, Colombia con 79.443 y Perú con 47.717.

En este punto es pertinente precisar que, aunque las reformas paramétricas financieras se realizan en los esquemas de capitalización individual, sus efectos trascienden el pilar contributivo e inciden en la sostenibilidad del sistema pensional en su conjunto, afectando especialmente al pilar no contributivo, el cual tendrá menores exigencias en la medida en que el pilar contributivo sea más eficiente. De igual forma, estas reformas son valiosas para caracterizar la relación entre los sistemas pensionales y la financiarización económica, toda vez que son determinantes en los flujos de capital que se direccionan desde los sistemas pensionales hacia los mercados financieros.

Con el fin de profundizar en la comprensión de las reformas paramétricas de carácter financiero a continuación se abordarán la implementación de los esquemas multifondos y los ajustes a los regímenes de inversión con énfasis en las experiencias de Chile, Colombia, México y Perú.

## Esquemas multifondos

La implementación de los multifondos como reforma paramétrica financiera inició en Chile en 2002 y fue seguida por Perú y México en 2005 y por Co-

lombia en 2011. En esencia estas reformas de carácter financiero atienden los mismos objetivos que las reformas paramétricas convencionales, es decir, procuran la sostenibilidad del sistema a partir de modificaciones en los parámetros de cálculo y de las variables que determinan las prestaciones pensionales (Rofman, Apella & Vezza, 2013). En este sentido, los multifondos modificaron algunos parámetros en los esquemas de capitalización individual en procura de incentivar la diversificación del portafolio de inversiones de los cotizantes y así mejorar la acumulación de capital en las cuentas individuales y aumentar las probabilidades de que los cotizantes alcancen una mesada pensional al término de su vida laboral. Todo esto atendiendo a características básicas demográficas relacionadas con la edad y el sexo de los cotizantes, así como a su disposición o aversión al riesgo.

Aunque en general los esquemas multifondos atienden los mismos objetivos a partir de una estrategia común, la forma en que han sido diseñados varía en función del criterio de cada país. De esta manera, los países de la región han estructurado esquemas multifondos con notables diferencias en términos de la cantidad de opciones de inversión, los límites de inversión en activos de alto riesgo, las restricciones de movilidad para los cotizantes, las restricciones en la elección de los fondos, entre otros. La tabla 2 presenta algunas de las características más importantes en el funcionamiento de los esquemas multifondos a diciembre de 2017.

Tabla 2. Características principales de los esquemas multifondos a diciembre de 2017

<i>Característica</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Implementación del sistema capitalización individual	1981	1994	1997	1993
Implementación del esquema multifondos	2002	2011	2005	2005
Número de opciones de inversión	5	3	4	4
Límite máximo de renta variable en el fondo más agresivo	80%	70%	45%	80%
Límite máximo de renta variable en el fondo más conservador	5%	20%	10%	10%
Transferencias entre fondos por año	Sin límite	2	No hay transferencias	4
Número máximo de fondos que puede escoger un afiliado para invertir	2	1 o 2	1	1

Fuente: FIAP (2019).

## Ajustes a los regímenes de inversión

Los regímenes de inversión definen los tipos de instrumentos financieros y los parámetros mínimos y máximos bajo los cuales las administradoras de fondos

de pensiones pueden gestionar los ahorros de sus cotizantes. Estos regímenes han experimentado numerosas transformaciones desde la creación de los esquemas de capitalización individual en procura de promover una mayor exposición al riesgo financiero y maximizar las rentabilidades de los ahorros pensionales. Dentro de los ajustes más recurrentes resaltan: *a)* la reducción a los límites de inversión en el mercado accionario, *b)* la reducción a los límites de inversión en instrumentos financieros extranjeros y *c)* la introducción de instrumentos financieros complejos.

Aunque todos los países con esquemas de capitalización individual en América Latina han adelantado reformas paramétricas a través de ajustes a sus regímenes de inversión con el objetivo común de flexibilizar las restricciones de inversión en activos de mayor riesgo, esto no significa que los regímenes de inversión de estos países sean homogéneos y brinden las mismas condiciones. Las tablas 3, 4 y 5 detallan algunos límites definidos en los regímenes de inversión de Chile, Colombia, México y Perú para los fondos más conservadores, intermedios y de mayor riesgo con corte a diciembre de 2017.

Las tablas 3, 4 y 5 permiten observar cierta jerarquía en los niveles de desregulación que ofrecen los regímenes de inversión de los países seleccionados. De esta forma, Perú presenta los mayores niveles de desregulación, México es el país con menor nivel de desregulación, en tanto que Colombia y Chile aparecen con niveles intermedios. Básicamente, Perú brinda la posibilidad de altos niveles de inversión en instrumentos de renta variable y derivados al tiempo que limita fuertemente la inversión en títulos de renta fija. En el otro extremo, México establece los límites más exigentes para la inversión en instrumentos de renta variable, no permite la inversión en instrumentos derivados y permite los mayores niveles de inversión en los títulos de renta fija. En el caso de Chile y Colombia, presentan los esquemas más abiertos a inversiones en el exterior, sin embargo, tienen posiciones intermedias en cuanto a los límites en títulos de deuda pública, instrumentos de renta variable y derivados.

Tabla 3. Límites de inversión para instrumentos seleccionados: Fondos conservadores

	<i>Títulos públicos (renta fija local)</i>	<i>Renta variable local</i>	<i>Inversiones en el exterior</i>	<i>Otros títulos autoriza- dos (derivados, etc.)</i>
Perú	40	N/A	46	N/A
Chile	80	5	35	3
Colombia	50	15	40	N/A
México	100	5-20	20	

Nota: Datos en porcentaje.

Fuente: Elaboración propia a partir de FIAP (2019).

Tabla 4. Límites de inversión para instrumentos seleccionados: Fondos intermedios

	<i>Títulos públicos (renta fija local)</i>	<i>Renta variable local</i>	<i>Inversiones en el exterior</i>	<i>Otros títulos autorizados (derivados, etc.)</i>
Perú	40	45	46	25
Chile	50	40	75	3
Colombia	50	35	60	N/A
México	100	20-25	20	

Nota: Datos en porcentaje.

Fuente: Elaboración propia a partir de FIAP (2019).

Tabla 5. Límites de inversión para instrumentos seleccionados: Fondos más riesgosos

	<i>Títulos públicos (renta fija local)</i>	<i>Renta variable local</i>	<i>Inversiones en el exterior</i>	<i>Otros títulos autorizados (derivados, etc.)</i>
Perú	40	80	46	40
Chile	40	80	100	3
Colombia	50	45	70	N/A
México	100	20-40	20	

Nota: Datos en porcentaje.

Fuente: Elaboración propia a partir de FIAP (2019).

Estos datos son importantes en la caracterización de la relación entre sistemas pensionales y financiarización económica, ya que permiten afirmar que dentro de estos cuatro países algunas estructuras institucionales (multifondos y regímenes de inversión) establecen parámetros básicos disímiles que han generado diferentes niveles de complementariedad entre los sistemas pensionales y la financiarización económica, este hecho se explorará en mayor detalle en la siguiente sección.

En síntesis, las reformas pensionales estructurales que se llevaron a cabo en algunos países de América Latina entre las décadas de 1980 y 1990 establecieron las bases institucionales que permitieron la puesta en marcha de los esquemas de capitalización individual como eje central de los sistemas multipilar e introdujeron a la gestión financiera, los mercados financieros y la movilidad del capital como elementos protagónicos en la gestión del bienestar pensional. No obstante, la relación entre las reformas pensionales y la financiarización económica es más evidente en los esquemas de capitalización individual, en los que las reformas paramétricas de carácter financiero que se han realizado entre las décadas del 2000 y 2010 han incentivado el crecimiento de los mercados accionarios, la internacionalización de las inversiones de portafolio y la introducción de preferencias inversionistas en la toma de decisiones de los cotizantes.

## El enfoque multipilar y el fortalecimiento de la financierización económica: el caso de la Alianza del Pacífico

Uno de los resultados más significativos que ha generado la introducción del enfoque multipilar y la desregulación de los regímenes de inversión de los esquemas de capitalización individual ha sido el fortalecimiento de los mercados financieros a través de la acumulación de enormes flujos de capital financiero por cuenta del ahorro pensional de millones de cotizantes.

En este contexto, los esquemas de capitalización individual, en general, y las administradoras de fondos de pensiones (AFP), en particular, adquirieron un papel central en los procesos de acumulación de capital financiero. Los esquemas de capitalización individual conformaron total o parcialmente el pilar contributivo obligatorio de los sistemas pensionales en los países en los que fueron implementados, lo que garantizó un ingreso sostenido de cotizantes al esquema<sup>4</sup> y colocó a disposición de las AFP recursos financieros crecientes que, en conjunto con las rentabilidades<sup>5</sup> que genera la inversión de los ahorros pensionales, las convirtió en los inversionistas institucionales más importantes de los mercados financieros locales.

De esa manera, las nuevas estructuras institucionales fortalecieron la liquidez de los mercados financieros, permitiendo que los recursos gestionados por las AFP de Chile, Colombia, México y Perú aumentaran en más de doce veces en tan solo dos décadas, al pasar de 40.792 millones de dólares estadounidense en diciembre de 1998 a 499.057 en diciembre de 2017; una cifra que para 2017 representó el 25% del PIB de los países objeto de análisis. La gráfica 1 permite comparar el comportamiento histórico del valor de los fondos de pensiones privados frente al comportamiento histórico del PIB de estos cuatro países.

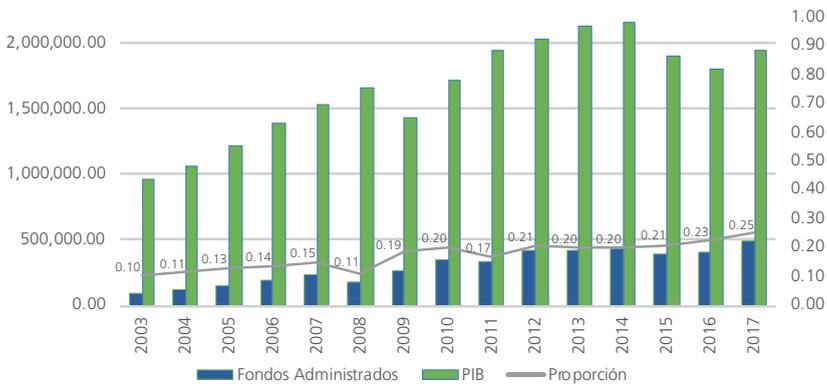
El crecimiento del valor de los fondos de pensiones como porcentaje del PIB en los países analizados sugiere que la gestión de los recursos pensionales ha aumentado su importancia relativa en el funcionamiento del sistema financiero en particular y de la economía en general. La correlación simple entre la producción nacional medida a través del PIB y el monto total de inversiones de los fondos de pensiones informa sobre la naturaleza de esta relación. Un valor positivo en dicha correlación implica que un aumento del valor de las inversiones de los fondos genera un incremento en el PIB de los países bajo estudio.

---

<sup>4</sup> De acuerdo con datos de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP), el número de personas que cotizaban en las sociedades administradoras de fondos de pensiones privadas pasó de 14 369 417 en diciembre de 1998 a 33 295 759 en marzo de 2018.

<sup>5</sup> De acuerdo con datos de la FIAP, entre 2002 y 2017 la rentabilidad promedio real alcanzada por Colombia, Chile, México y Perú fue del 6.73, 5.89, 3.78 y 9.02%, respectivamente.

Gráfica 1. Valor de los fondos de pensiones privados en Chile, Colombia, Perú y México como proporción del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AIOS (2018) y de Banco Mundial (2018).

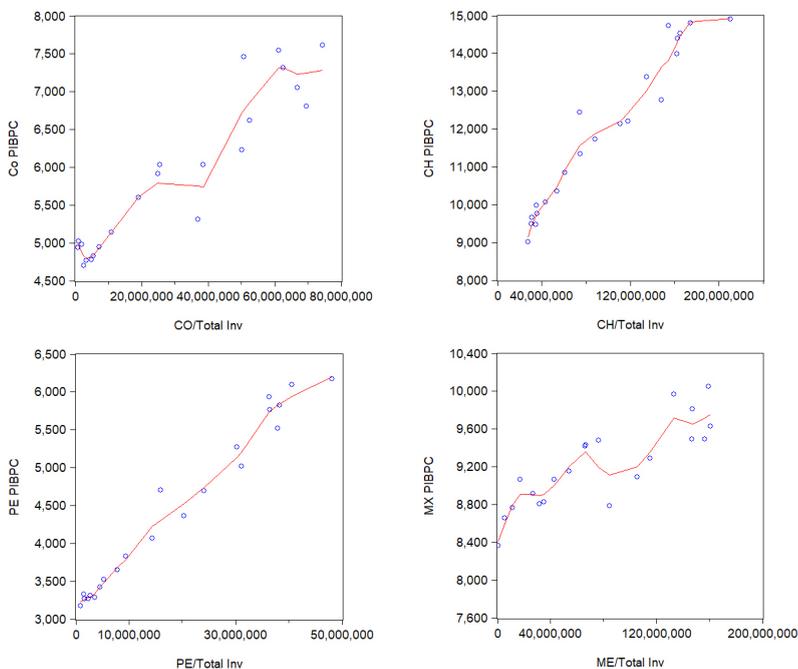
Prueba de ello es la evidencia que se presenta en la gráfica 2 y que describe la relación entre la inversión de los fondos privados de pensiones y el PIB per cápita. En los gráficos presentados se reconoce una relación positiva con correlaciones de 0.98 y 0.97 para los casos de Perú y Chile, respectivamente. Por lo que en principio se puede afirmar que en estos países la reforma pensional podría describir la relación positiva entre crecimiento económico y la inversión de los fondos privados de pensiones.

Entre tanto, Colombia y México describen una relación más ambigua. Si bien las dos series tienen correlaciones altas de 0.94 y 0.84, respectivamente, el vínculo con el crecimiento se puede establecer únicamente en el corto plazo.

En síntesis, los datos de la gráfica 2 han permitido verificar que la relación entre el crecimiento de las inversiones de los fondos de pensiones y el PIB per cápita es positiva, sin embargo, aún es necesario establecer si se trata de una relación de largo plazo y si la referida volatilidad que acompaña a los mercados financieros puede poner en riesgo el desempeño macroeconómico de las economías bajo examen.

Ahora bien, en lo que respecta a la flexibilización de los regímenes de inversión y la implementación de los esquemas multifondos, descritos en la sección anterior como componentes cruciales de la mayor exposición al riesgo y el impulso de la movilidad del capital de los ahorros pensionales, la gráfica 3 ilustra el comportamiento histórico de los portafolios de inversión consolidados para Chile, Colombia, México y Perú, en términos de la variabilidad de los instrumentos (renta fija *versus* renta variable) y del destino de la inversión (local *versus* exterior).

Gráfica 2. Relación entre PIB per cápita e inversión de los fondos de pensiones

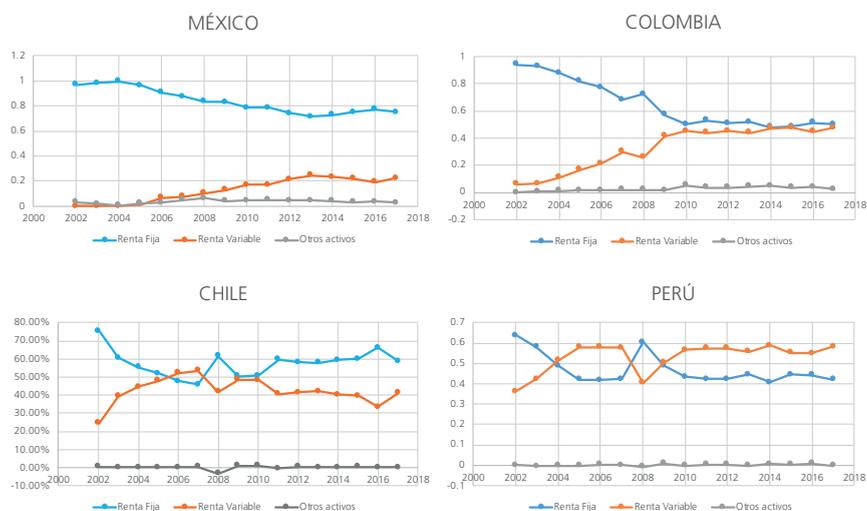


Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL (2019) y FIAP (2018).

La gráfica 3 evidencia una gestión en la que las AFP de los cuatro países han aumentado la proporción de recursos que invierten en activos de renta variable en detrimento de la proporción de recursos que invierten en activos de renta fija. Adicionalmente, los datos plantean coincidencias entre el nivel de desregulación de los regímenes de inversión de cada país y la gestión de los recursos pensionales.

De esta manera, Perú, además de tener la regulación más flexible para la inversión en instrumentos de renta variable y más restrictiva para instrumentos de renta fija (véanse las tablas 3, 4, 5), efectivamente tiene patrones de inversión en los que privilegia los instrumentos de renta variable sobre los instrumentos de renta fija. En el otro extremo, México que exhibe la regulación más restrictiva para la inversión en instrumentos de renta variable y más flexible para instrumentos de renta fija, también muestra patrones de inversión coherentes con los parámetros de regulación y prefiere las inversiones en renta fija sobre las inversiones en renta variable. Por su parte, las tendencias de inversión de Chile y Colombia presentan comportamientos intermedios en los que aún se observa preferencia por la inversión en instrumentos de renta fija.

Gráfica 3. Composición de inversiones administradas por AFP en Chile, Colombia, México y Perú, según variabilidad del instrumento de inversión



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de FIAP (2018).

Por otra parte, la gráfica 4 muestra que la proporción de recursos pensionales pertenecientes a los esquemas de capitalización individual destinados a inversiones en el exterior creció sostenidamente entre 2002 y 2017, un comportamiento coherente con los ajustes paramétricos que han operado sobre los regímenes de inversión en los cuales se ha buscado reducir las restricciones de inversión hacia este tipo de instrumentos.

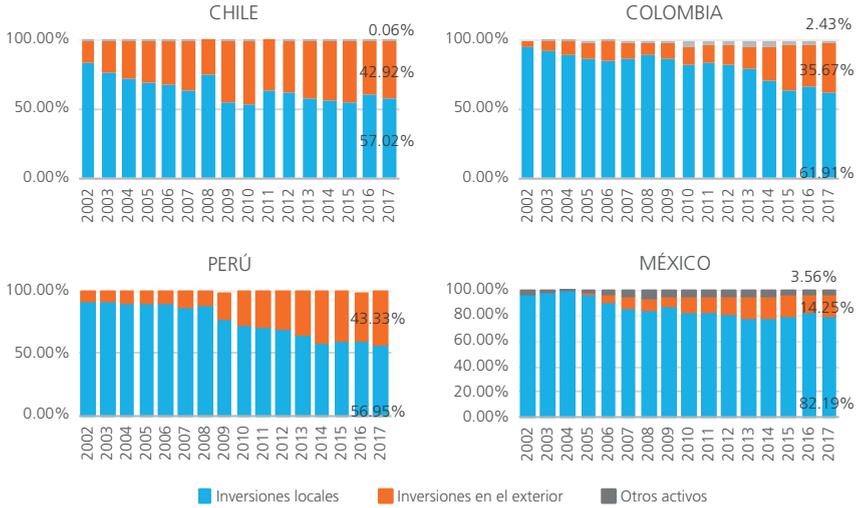
También vale la pena destacar que, aunque los ajustes paramétricos han reducido las restricciones de inversión sobre instrumentos financieros complejos, los datos muestran que la variable “otros activos” (que reúne dichos instrumentos complejos) no registra alteraciones significativas en las tendencias de inversión.

Los patrones descritos hasta ahora muestran un aumento de las inversiones en renta variable, una mayor concentración en inversiones en el exterior y una tendencia similar entre el crecimiento económico y las inversiones de los fondos de pensiones. Conviene revisar ahora, por país, la estructura de las inversiones de los fondos y las potenciales fuentes de vulnerabilidad, hecho que se constituye en el principal problema detrás de la captación de rentas del trabajo al servicio del crecimiento del sector financiero.

Para ello se efectúa un análisis de componentes principales, el cual es un método de síntesis de información útil para reducir las dimensiones de un conjunto de variables; es decir, es un método de carácter descriptivo que se usa cuando

existe una alta correlación entre las variables consideradas. De esta forma, el análisis que se propone consiste en una reducción de factores en la que el primer factor recoge la mayor variabilidad del conjunto de datos originales, el segundo recoge la máxima variabilidad que no captura el primero y así sucesivamente.

Gráfica 4. Composición de inversiones administradas por AFP en Chile, Colombia, México y Perú, según ubicación del instrumento de inversión



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de FIAP (2018)

De igual forma, es pertinente precisar que el análisis de componentes principales no constituye un análisis causal, pero puede revelar información sobre las variables que concentran la mayor varianza en un conjunto de datos; esto es, las que tendrían mayor riesgo de volatilidad.

Las variables consideradas para el presente análisis corresponden al portafolio de inversiones de los fondos de pensiones privados<sup>6</sup> y la inversión agregada,<sup>7</sup> en los países seleccionados. Los datos correspondientes al portafolio de inversiones se obtuvieron de las estadísticas que provee la FIAP, y recogen información de veinte años (1998–2017). Por su parte, los datos relacionados con la inversión agregada o formación bruta de capital fijo se obtuvieron de

<sup>6</sup> Estos portafolios de inversión están compuestos por: *a*) inversiones corporativas en renta fija o variable, *b*) inversiones en el sistema financiero, *c*) inversiones en títulos de deuda pública, *d*) inversiones en otros activos y *e*) inversiones en el exterior.

<sup>7</sup> En el presente documento la inversión agregada es representada por la formación bruta de capital fijo.

la página web de la CEPAL y recogen información del mismo periodo. Finalmente, para correr el análisis de componentes principales se usó el paquete estadístico Eviews9.

El análisis (véase la tabla 1) revela que el primer componente en el caso chileno concentra el 70.1% de la varianza de los datos y que este país es el más expuesto a la volatilidad de los mercados internacionales. Colombia, por su parte, tiene una alta variabilidad concentrada en los mercados domésticos (79.7%), en particular en lo relativo a inversiones en el sistema financiero y a inversiones en activos. Como Colombia, Perú concentra en el primer componente el 79% de la variabilidad del conjunto de datos, las variables más representativas en este caso son las inversiones en el Estado y en el sistema financiero. Por último, en México el primer componente representado por inversiones corporativas y en activos explican el 81% de la variabilidad.

Tabla 6. Resultado del análisis de componentes principales

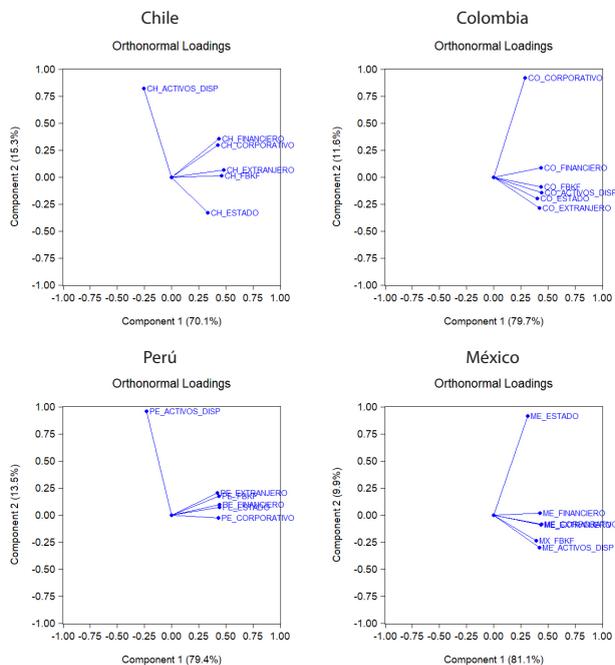
<i>País</i>	<i>Ponderación primer componente</i>	<i>Variables primer componente</i>	<i>Eigenvalores</i>
Chile	70.1%	Extranjero	0.48
		Financiero	0.43
Colombia	79.7%	Activos	0.44
		Financiero	0.43
Perú	79.4%	Financiero	0.44
		Estado	0.44
México	81.1%	Corporativo	0.44
		Activos	0.42

Fuente: Cálculos propios con base en datos de FIAP (2018) y CEPAL (2019).

Estos resultados dan cuenta de las posibles fuentes de volatilidad para cada uno de los países y demuestran que las inversiones en el sector financiero en tres de los cuatro casos (Perú, Chile y Colombia) han ganado importancia. De igual forma, los resultados plantean que la inversión en otros activos, que agrupa a los instrumentos financieros de mayor complejidad (por ejemplo, derivados), puede ser fuente de volatilidad para la inversión agregada de Colombia y México, los cuales son, precisamente, los dos países que han destinado mayor proporción del ahorro pensional a inversiones en otros activos (gráfica 4).

Para complementar el análisis se presentan los resultados de la gráfica 5, mediante la cual se observan relaciones de cercanía entre los vectores; así, entre más cercano sea el vector al comportamiento de la formación bruta de capital fijo, mayor será la similitud entre los datos de la inversión agregada y los del segmento de inversión de los fondos. Un mayor ángulo implica un menor grado de similitud.

Gráfica 5. Resultados del análisis de componentes principales: inversión agregada e inversiones de los fondos de pensiones



Fuente: Cálculos propios con base en datos de CEPAL (2019) y FIAP (2018).

De esta forma, en el caso de Chile los resultados muestran que el vector que más se aproxima al comportamiento de la formación bruta de capital fijo corresponde a las inversiones en el extranjero, hecho que es coherente con la flexibilidad regulatoria que caracteriza al país austral en esta materia (véanse las tablas 4 y 5).<sup>8</sup> Sobre esta base y dado que la inversión agregada tiene un efecto positivo en el crecimiento económico, se puede inferir que el debilitamiento de las inversiones en el extranjero, inversiones corporativas o en el sector financiero que realizan los fondos de pensiones en Chile, podría provocar una caída en la inversión y, en consecuencia, una desaceleración del crecimiento económico.

En Colombia, por su parte, las inversiones en títulos de deuda pública local, activos en el extranjero y en el sector financiero, guardan la mayor similitud con la inversión agregada. No obstante, cabe destacar que las inversiones en activos

<sup>8</sup> De acuerdo con las tablas 4 y 5, Chile es el país con menores límites para la inversión de recursos pensionales en el extranjero. Además, de acuerdo con los datos de la FIAP, en 2017 Chile era el país analizado cuyo sistema pensional concentraba mayor proporción de inversiones en el exterior con un 42.92% del total de los recursos administrados.

del Estado (títulos de deuda pública) tienen el comportamiento más cercano a la inversión agregada; aspecto que podría indicar que el dinamismo en las inversiones de los fondos de pensiones podría estar asociado con las necesidades del endeudamiento en ese país.

En Perú se identifica que las inversiones en los cuatro destinos más importantes (activos en el extranjero, sector financiero, títulos de deuda pública y sector corporativo) exhiben una relación consistente frente a la inversión agregada; no obstante, al igual que en Chile, las inversiones en el extranjero presentan el comportamiento más cercano a la inversión agregada. Cabe precisar, que en el caso de Perú el comportamiento de las inversiones en activos disponibles no ofrece información relevante ya que históricamente ha mostrado inversiones cercanas al 0%.

México, por su parte, es el único país en el que el vector que corresponde a las inversiones estatales exhibe un comportamiento alejado de la inversión agregada. Esta situación nos permite plantear que la estricta regulación que favorece las inversiones en títulos de renta fija locales (véanse las tablas 3, 4 y 5) puede haber generado un escenario en el cual el dinamismo de las inversiones estatales por parte de los fondos de pensiones no se relaciona con la aceleración o desaceleración de la economía del país.

## Conclusiones

Este trabajo estudia la relación entre los sistemas pensionales de capitalización individual y el proceso de financiarización de las economías de la Alianza del Pacífico. Para ello partió por identificar y caracterizar los elementos clave de la financiarización y de la acumulación del capital financiero. Posteriormente, desde una reflexión teórica, planteó que el fenómeno de financiarización se reforzó históricamente con la captura de las rentas del trabajo a través de la creación de los fondos de pensiones privados y la flexibilización de la regulación que determina los límites máximos de colocación de recursos pensionales. De ahí que se proponga el estudio de la relación entre las inversiones de los fondos de pensiones y la hegemonía de lo financiero.

La realidad de los países de la Alianza del Pacífico mostró que, como en el caso de las economías de Europa del Este, de la Unión Europea y de Reino Unido, entre otros, se produjo un tránsito hacia un sistema multipilar con importancia y protagonismo creciente para los fondos de pensiones privados. De esos procesos de reforma se derivaron sistemas institucionales altamente desregulados como el de Perú, intermedios como el de Colombia y Chile, y con fuerte regulación como México.

Mediante el análisis de componentes principales (análisis descriptivo), el trabajo permitió identificar fuentes de vulnerabilidad para las economías bajo estudio. Se pudo determinar que los cuatro países presentan tanto diferencias como similitudes en la relación que surge entre las inversiones realizadas por los fondos de pensiones privados y la inversión agregada de cada país. En este sentido, se identificaron diferencias en cuanto a las inversiones pensionales que exhibieron un comportamiento más cercano a la inversión agregada, en donde resaltan las inversiones en el extranjero en Chile, las inversiones en el sector financiero en Colombia y Perú y las inversiones corporativas en México.

No obstante, también se observaron similitudes como el hecho de que en los cuatro países la inversión agregada y las inversiones hechas por los fondos de pensiones tienen altos niveles de similitud por lo que una contracción en las inversiones de los fondos en los países puede coincidir con desaceleración de la inversión y, en consecuencia, con bajo crecimiento económico.

En general, se reconoce que en los países de la Alianza del Pacífico el fenómeno de la financiarización se ha extendido de la mano de los fondos de pensiones y que este hecho incrementa la histórica vulnerabilidad de las economías latinoamericanas. La experiencia de México sugiere que una estricta regulación sobre las inversiones del sector pensional puede redundar en que el crecimiento económico tenga una menor dependencia respecto del comportamiento de las inversiones de los fondos de pensiones.

Por último, es pertinente recordar que los resultados provistos por este trabajo buscaron mejorar la comprensión del proceso de financiarización en las economías latinoamericanas desde un enfoque descriptivo, por lo cual la evaluación de relaciones de causalidad entre las variables objeto de estudio estuvo por fuera del alcance de la investigación. No obstante, se reconoce que la aplicación de métodos que vayan más allá de lo descriptivo constituirá un paso ineludible en la profundización de este tema de investigación.

## Referencias

- Aglietta, M. (2000). Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and society*, 29(1), 146-159.
- Aglietta, M. & Rebérioux, A. (2009). *El capitalismo financiero a la deriva*. Bogotá: Universidad Externado.
- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS). (2018, 8 de noviembre). Estadísticas. *Boletín Estadístico AIOS*. Recuperado el 8 de noviembre de 2018, de <http://www.aiosfp.org/estadisticas/boletin-estadistico-aios/>

- Arrighi, G. (1999). *El largo siglo XX: dinero y poder en los orígenes de nuestra época*. Madrid: Akal.
- Banco Mundial. (2018, 8 de noviembre). Datos. *Indicadores*. Recuperado el 8 de noviembre de 2018, de <https://datos.bancomundial.org/indicador>
- Banco Mundial. (1994). *Envejecimiento sin crisis: Políticas para la protección de los ancianos y la promoción del crecimiento*. Washington D.C.: Banco Mundial. Recuperado el 30 de noviembre de 2018, de <http://documentos.bancomundial.org/curated/es/182691468325209319/pdf/135850PUB00SPA0s0Box074505B0PUBLIC0.pdf>
- Bellón Álvarez, L. A. (2006). ¿Del fordismo a la acumulación flexible? Comparaciones y críticas a las diferentes formas de producción. *Mercados y negocios*, 7(14), 44-60.
- Berry, C. P. (2016). Austerity, ageing and the financialisation of pensions policy in the UK. *British Politics*, (11), 2-25. doi:<https://doi.org/10.1057/bp.2014.19>
- Bonizzi, B. & Churchill, J. (2017). Pension funds and the financialization in the European Union. *Revista de Economía Mundial*, (46), 71-90.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? *Economy and Society*, 29(1), 111-145. Recuperado el 27 de enero de 2015, de <http://gesd.free.fr/boyer2000.pdf>
- Carroll, T. & Jarvis, D. (2014). Introduction: Financialisation and development in Asia under late capitalism. *Asian Studies Review*, 38(4), 533-543. doi:<http://dx.doi.org/10.1080/10357823.2014.956284>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2017). *Panorama Social América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL. Recuperado el 9 de febrero de 2018, de [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42716/7/S1800002\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42716/7/S1800002_es.pdf)
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Bases de datos y publicaciones estadísticas. Económico. Santiago de Chile. Recuperado el día 14 de marzo de 2019, de <https://estadisticas.cepal.org/cepalstat/Portada.html>
- Epstein, G. (2001). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Feldstein, M. (1974). Social security, induced retirement and aggregate capital accumulation. *Journal of Political Economy*, 82(5), 905-76.
- Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP). (2019, 16 de marzo). Características principales de los esquemas de Multifondos de países seleccionados (Di-

ciembre 2017). *Estadísticas históricas: Información sobre Ahorro Obligatorio*. Santiago. Recuperado el 16 de marzo de 2018, de <https://www.fiapinternacional.org/estadisticas/>

Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP). (2018). *Reformas Paramétricas en los Programas de Pensiones Públicos de Reparto 1995-Diciembre 2017*. Santiago: FIAP.

Fumagalli, A. (2010). *Bioeconomía y capitalismo cognitivo: hacia un nuevo paradigma de acumulación*. Villatuerta, Navarra: Traficantes de Sueños.

Gabor, D. (2012). The road to financialization in Central and Eastern Europe: The early policies and politics of stabilizing transition. *Review of Political Economy*, 24(2), 227-249.

Giraldo, C. (2007). *¿Protección o desprotección social?* Bogotá: Desde Abajo.

Gómez Villegas, M. (2016). NIF y MIPYMES: retos de la contabilidad para el contexto y la productividad. *Cuadernos de Administración*, 29(53), 49-76. doi:10.11144/Javeriana.cao29-53.nmrc

Guevara, D. (2015). Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso. *Un estudio desde la perspectiva de la financiarización para Colombia 1980-2008*. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia. Recuperado el 9 de febrero de 2018, de <http://www.bdigital.unal.edu.co/50985/>

Harvey, D. (2004). El nuevo imperialismo: acumulación por desposesión. *Socialist Register 2004* (pp. 99-129). Buenos Aires: CLACSO.

Hein, E. (2015). Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective. *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 907-934.

Krippner, G. (2012). *Capitalizing on crisis: The political origins of the rise of finance*. Cambridge: Harvard University press.

Krippner, G. (2005). The financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3, 173-208. doi:10.1093/SER/mwi008

Lavinas, L. (2017). *The takeover of social policy by financialization*. Nueva York: Palgrave McMillan.

Ministerio de Salud y Protección Social. (2018, 9 de agosto). *Sistema General de Pensiones. Riesgos Laborales*. Ministerio de Salud y Protección Social. Bogotá. Recuperado el 9 de agosto de 2018, de <https://www.minsalud.gov.co/proteccion-social/RiesgosLaborales/Paginas/sistema-general-pensiones.aspx>

- Montgomerie, J. (2006). The financialization of the American credit card industry. *Competition & Change*, 10(3), 301-319. doi:10.1179/102452906X114393
- Müller, K. (2002). *La economía política de las reformas previsionales en Europa Centro-Oriental*. Buenos Aires: Miño y Dávila. Recuperado el 30 de mayo de 2017, de <http://www.ciepp.org.ar/index.php/libros-nuevo/libros-politicas-publicas/131-la-economia-politica-de-las-reformas-previsionales-en-europa-centro-oriental>
- Nölke, A. (2018). Beware of financialization! Emerging markets and mobile capital. En J. Pixley & H. Flam, *Critical junctures in mobile capital* (pp. 158-181). Cambridge: Cambridge University Press.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). (2017). *Pensions at a Glance: OECD and G20 indicators*. París: OECD. doi:[http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2017-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2017-en)
- Palley, T. (2008). *Financializations: What it is and why it matters*. (IMK Working Paper, 04/2008). Recuperado el 1 de agosto de 2017, de urn:nbn:de:101:1-20080818136
- Piketty, T. (2015). *El capital en el siglo XXI*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Reinhart, C., Calvo, G. & Leiderman, L. (1994). *Capital inflows to Latin America: The 1970s and 1990s*. (MPRA, Paper no. 8196). Recuperado el 17 de mayo de 2019, de [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/8196/1/capital\\_inflows\\_to\\_latin\\_america\\_no\\_date.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/8196/1/capital_inflows_to_latin_america_no_date.pdf)
- Rofman, R., Apella, I. & Vezza, E. (Eds.). (2013). *Más allá de las pensiones contributivas: catorce experiencias en América Latina*. Buenos Aires: Banco Mundial. Recuperado el 3 de mayo de 2019, de <http://documentos.bancomundial.org/curated/es/62484146804705585/pdf/827240WP0P12960siones0contributivas.pdf>
- Siepel, J. & Nightingale, P. (2014). Anglo-Saxon governance: Similarities, difference and outcomes in a Financialised world. *Critical Perspectives on Accounting*, 25, 27-35. doi:10.1016/j.cpa.2012.10.004
- Stockhammer, E. (2012). Financialization, income distribution and the crisis. *Investigación Económica*, 71(27), 39-70. Recuperado el 9 de febrero de 2018, de <http://www.jstor.org/stable/42779220>
- Zhang, Y. & Andrew, J. (2014). Financialisation and the conceptual framework. *Critical Perspectives on Accounting*, 25(1), 19. doi:10.1016/j.cpa.2012.11.012
- Zwan, V. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99-129. doi:10.1093/ser/mwt020

