

# Observatorio Económico

## Inclusión Financiera

México, D.F. junio de 2014

Unidad de Inclusión  
Financiera

**Carmen Hoyo Martínez**  
consuelodelc.hoyo@bbva.com

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Análisis Económico

**María Claudia Llanes V.**  
maria.llanes@bbva.com

Insurance & Prevision

## Ahorro Voluntario a Largo Plazo en Argentina

- **El mercado de seguros de ahorro a largo plazo tendrá un auge en los próximos años**, que debe ser aprovechado para ofrecer productos competitivos que complementen los ingresos al retiro de los sistemas de pensiones obligatorios.
- **El ahorro voluntario a largo plazo** cobrará cada vez mayor importancia, de cara a las tendencias demográficas globales que apuntan a un mayor envejecimiento poblacional y a una mayor esperanza de vida.
- **El incremento en la longevidad y el crecimiento de las clases medias en Latinoamérica** son condiciones de oportunidad para el mercado de productos de ahorro voluntario.

## 1. La necesidad de productos de ahorro voluntario a largo plazo

La importancia del ahorro ha sido destacada en la literatura económica, tomando como referencia la Teoría de ciclo de vida de Modigliani (1963), la cual trata de modelar los hábitos de consumo de las personas a lo largo de su vida. Dicha teoría establece que los individuos tratan de mantener un nivel de consumo estable durante toda su vida, sin embargo dado que sus ingresos no son constantes, deberán realizar diferentes acciones (crédito, ahorro) para reducir los impactos en su consumo. Por tanto, los individuos distribuimos nuestros ingresos de tal forma que intentamos compensar períodos donde éstos son más elevados con otros donde son más escasos y durante los cuales nos vemos obligados a consumir nuestros ahorros, como en la etapa de jubilación.

A fin de poder mantener un poder adquisitivo estable durante toda la vida, es indispensable planificar una estrategia de ahorro e inversión a largo plazo. En este sentido, los gobiernos han establecido esquemas de ahorro obligatorio como los sistemas de pensiones, que permiten contar con un ingreso en la etapa de retiro. Sin embargo, en años recientes, las tendencias demográficas globales apuntan a un mayor envejecimiento poblacional y a una mayor esperanza de vida, debido a menores tasas de natalidad y de mortalidad. Es por esto que los sistemas de pensiones en todo el mundo han experimentado diversas reformas en los últimos años, a fin de poder hacer frente a los retos globales demográficos, así como a mayores riesgos financieros y de inversión. Dichas reformas obedecen a la necesidad de rebalancear los riesgos y responsabilidades que asumen los gobiernos y los individuos.

Para los gobiernos, la necesidad de contar con sistemas de pensiones sostenibles involucra decisiones difíciles como la reducción de beneficios o el incremento en la edad de retiro. Como resultado, los riesgos y costos de financiar el retiro recaen actualmente en mayor medida en los individuos y en sus familias, y es por esto que el ahorro voluntario a largo plazo cobrará cada vez mayor importancia, por lo que debe concientizarse a la sociedad y a los individuos de la necesidad de contar con mecanismos adecuados que permitan realizar este tipo de ahorro.

### 1.1. Limitantes de los sistemas de pensiones y la necesidad de ahorro voluntario

De acuerdo a Rofman y Olivieri (2012) el desempeño de los sistemas de seguridad social en el mundo puede ser evaluado considerando tres dimensiones: cobertura, beneficios otorgados (*adequacy*) y sostenibilidad. La cobertura se refiere a la proporción de población protegida por el sistema; una pensión adecuada recoge el concepto de los beneficios suficientes para el mantenimiento en la etapa de retiro; finalmente, la sostenibilidad se refiere a la viabilidad financiera en el largo plazo de los sistemas de pensiones.

Si bien, estos tres elementos forman parte del discurso de cualquier plan de reforma, en el caso particular de Latinoamérica, se han atendido de manera parcial. Las reformas de los noventas, colocaron el foco en la sostenibilidad financiera, dada las urgencias que enfrentaban las arcas fiscales, y los problemas macroeconómicos que estos desequilibrios generaban. No obstante, los temas de suficiencia de las pensiones y el de la participación, siguen siendo temas no atendidos convenientemente por los sistemas obligatorios actualmente en funcionamiento. Esto es particularmente cierto cuando se observa la proporción importante de colectivos que quedan fuera de cualquier esquema pensionario, y el hecho que muchos de los que logran participar, no alcanzan los ingresos suficientes para mantenerse.

Detrás de toda esta problemática, destacan cuatro grupos de factores:

El primero, los denominados factores estructurales, los cuales reúnen problemas internos de los países que requieren reformas (y tiempo) profundos para darle solución; temas como los de los elevados porcentajes de economía informal, pobreza, fallas en los mercados laborales, las

debilidades institucionales así como fallas en el funcionamiento de un “estado de derecho”, mellan directamente a la raíz de los sistemas pensionarios.

- Como un segundo grupo de factores, ubicamos a las variables paramétricas, es decir a las reglas cuantitativas que están detrás del funcionamiento de un determinado esquema de pensiones, tales como: tasas de aporte reducidas, beneficios muy generosos otorgados por un sistema de reparto, o mínimos años para acceder al derecho de pensionarse, lo que limita la suficiencia del ahorro.
- En un tercer grupo se encuentran los cambios demográficos, que afectan directamente al nivel de flujos de trabajadores y jubilados que irán transitando en el tiempo. Considerando que cada vez nacen menos personas, y al mismo tiempo cada vez se vive más años, los factores paramétricos quedan rápidamente desactualizados.
- Finalmente, un cuarto grupo que limita de manera decisiva el grado de acción de las políticas económicas, se refiere a la economía política, es decir, la capacidad de los países para tomar decisiones técnicas y difíciles dentro del contexto político existente.

La forma como se actúe en los cuatro frentes mencionados define la manera como se estructura el plan de ahorro para la vejez por parte del Estado. El Banco Mundial (Holzmann et al, 2008), define la siguiente estructura para los países:

1. Pilar Cero: pensiones no contributivas universales, con financiamiento gubernamental.
2. Primer Pilar: sistemas de reparto, con contribuciones ligadas a los ingresos, con financiamiento público.
3. Segundo Pilar: cuentas individuales con administración privada de los recursos.
4. Tercer Pilar: ahorro voluntario individual y planes privados ocupacionales.
5. Cuarto Pilar: apoyo familiar, otros activos como vivienda.

Las reformas a los sistemas de pensiones han trabajado fundamentalmente en el primer y segundo pilar, con esquemas obligatorios. El cuarto pilar, siempre ha existido y el pilar cero, que no es contributivo, ha empezado a ser impulsado por varios países de la región ahora que tienen recursos, pero como varios autores afirman (Carranza et al, 2012), éste tiene un espacio limitado de sostenibilidad en el tiempo. Donde poco se ha trabajado, y quizá sea la última esperanza para ampliar la cobertura y nivel de reemplazo de los sistemas de pensiones, son los ahorros voluntarios para la vejez. El denominado tercer pilar, está llamado a tomar la batuta en el reto de ampliar la cobertura, en economías donde ser “informal es lo normal”, y siendo así el estado no tiene la fortaleza necesaria para hacer participar a empresas y personas dentro de un contexto compulsivo.

De acuerdo a Holzmann (2012), el tercer pilar de un sistema de pensiones, que comprende los fondos de pensiones voluntarios y los planes ocupacionales, está recibiendo creciente interés de los *policy makers* en todo el mundo, como un medio para ofrecer cobertura a empleados del sector informal en países de ingresos medios y bajos, así como para ofrecer a los individuos la oportunidad de compensar la reducida generosidad de las pensiones públicas con esfuerzos de ahorro individual, en países de altos ingresos. Para motivar el ahorro voluntario, los gobiernos pueden establecer incentivos fiscales tanto a las aportaciones como al cobro de los beneficios.

En resumen, los sistemas de pensiones tienen varios retos pendientes, para lograr resultados que sean sostenibles, adecuados y participativos. Latinoamérica ha venido siguiendo la receta de los esquemas obligatorios basados en el apoyo de los sectores formales, los que el estado puede controlar, logrando apenas participaciones reducidas en los esquemas de ahorro para la vejez. Para avanzar, quizá se requiera impulsar con más fuerza aquello en lo cual no se ha trabajado lo suficiente, que es el desarrollo de un tercer pilar más fortalecido y que permita atraer el ahorro de la gran mayoría que hoy no está ahorrando para el inevitable momento del retiro.

## 1.2. Condiciones de oportunidad para el mercado de productos previsionales voluntarios: Longevidad y Crecimiento de Clases Medias

### Tendencias demográficas en Latinoamérica

La estructura demográfica de un país está en función de sus patrones de fertilidad, mortalidad y migración. Respecto a la mortalidad, en los últimos años la mayoría de los países han experimentado incrementos en la esperanza de vida, excediendo consistentemente las proyecciones anteriormente realizadas.

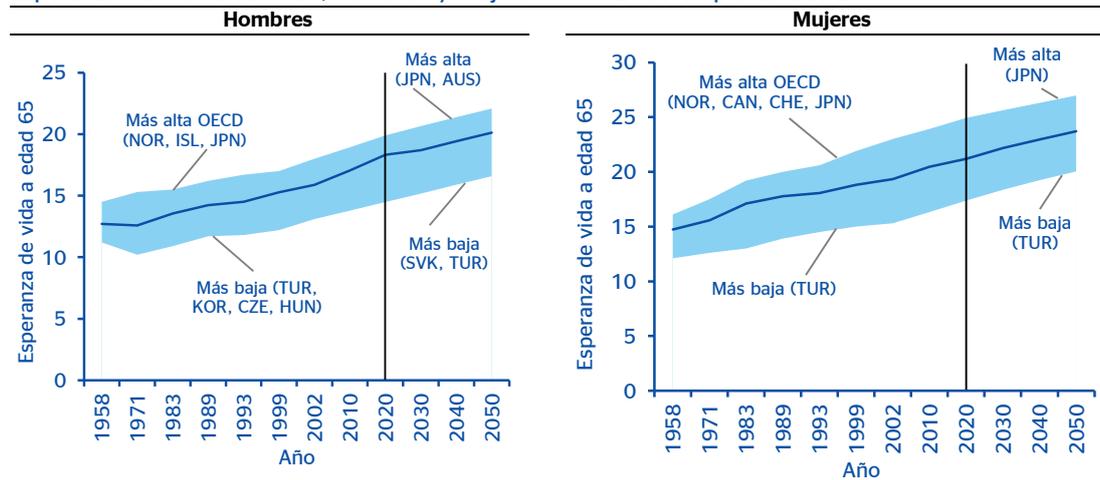
La OCDE (2012) señala que las tendencias en el incremento de la esperanza de vida, combinadas con la disminución de las tasas de fertilidad alrededor del mundo, son un reto para las políticas públicas en general y en particular para la dinámica y viabilidad financiera a largo plazo de los sistemas de pensiones.

De acuerdo a Pallares-Millares *et al* (2012), el proceso de envejecimiento poblacional se ha acelerado en los últimos años y se anticipa un envejecimiento aún mayor, dados los rápidos incrementos en la esperanza de vida en prácticamente todos los países. Si bien, en las economías desarrolladas el envejecimiento poblacional está muy avanzado, se proyecta que el envejecimiento más dramático tendrá lugar en los países de ingresos medios y bajos.

El incremento de la esperanza de vida a la edad de retiro (60 o 65 años) es uno de los indicadores demográficos más relevantes para los sistemas de pensiones, pues implica que las pensiones se pagarán por periodos más largos de tiempo. En la gráfica siguiente se muestra los años adicionales de vida proyectados para la población de 65 años de países miembros de la OCDE. En 2010 se estimaba que las mujeres de 65 años podían vivir en promedio 20,6 años más (16,9 años para los hombres), mientras que para 2050 se proyecta que la esperanza de vida a edad 65 será de 23,7 años para mujeres y 20,1 años para hombres.

Gráfico 1

#### Esperanza de vida a edad 65, hombres y mujeres 1960-2050 en países OCDE



Nota: La línea representa la esperanza de vida promedio de países de la OCDE, mientras el área sombreada representa el rango entre los valores menor y mayor de la esperanza de vida en dichos países.  
Fuente: OCDE (2012)

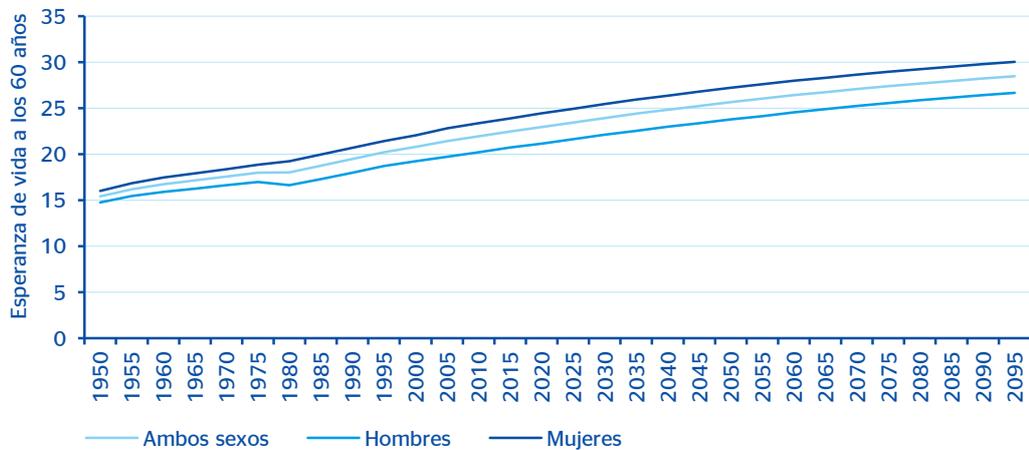
Por otra parte, Alonso *et al* (2011) aseveran que Latinoamérica experimentará gradualmente una transición demográfica que irá pareciéndose a la europea (mayores ingresos per cápita, menores tasas de natalidad y mayor esperanza de vida), lo que presionará a los sistemas de pensiones que no ajusten la generosidad de sus objetivos de política al nuevo escenario que se

irá configurando: mayor endeudamiento, deterioro de las condiciones económicas, situaciones de stress financiero y una mayor carga para las futuras generaciones.

Con respecto a las tendencias demográficas en Latinoamérica, las proyecciones de población a largo plazo, del Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía (CELADE), estiman que la esperanza de vida a los 60 años se incrementará notoriamente en América Latina, hasta alcanzar, en promedio, los niveles observados en el mundo desarrollado. En el gráfico siguiente se ilustra la evolución de la expectativa de vida después de los 60 años a partir de 1950 y proyectada hasta el año 2100. Mientras que en el quinquenio 2010-2015, dicha esperanza de vida es de 21,9 años, se proyecta que en el 2100 será de 28.5 años.

Gráfico 2

**Esperanza de vida a los 60 años en Latinoamérica, periodo 1950-2100**



Fuente: BBVA Research con información de CELADE(2011)

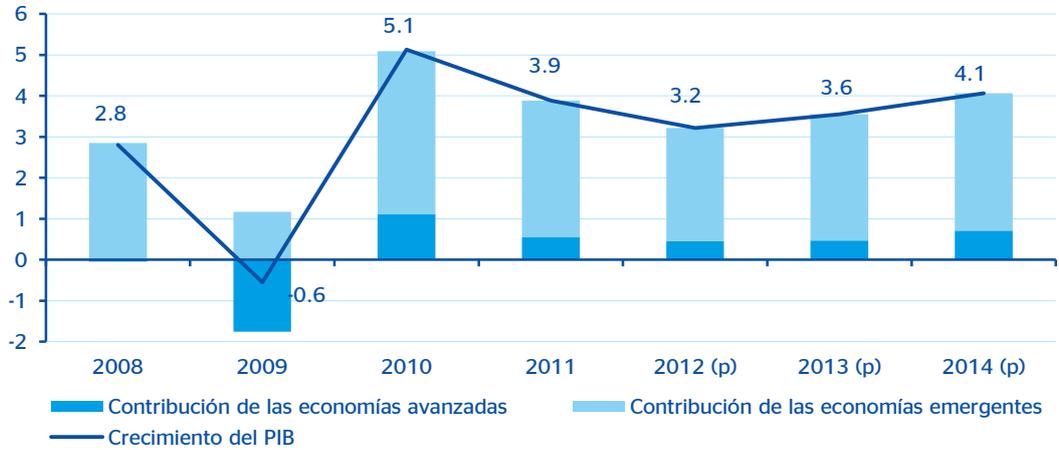
Como señala CELADE, debido al incremento de la esperanza de vida de las personas de 60 años o más, las nuevas demandas en materia de seguridad social, salud, trabajo, educación, participación social y política serán cada vez mayores y de más largo plazo. Esto conlleva intrínsecamente un nuevo paradigma en la forma de interpretar la organización social y provisiones económicas que deben hacerse a fin de asegurar un nivel de ingresos al retiro.

**Crecimiento de las Clases Medias en Latinoamérica**

Por otra parte, de acuerdo a BBVA Research (2014), en los últimos años se ha observado un crecimiento económico robusto en la mayoría de los países latinoamericanos, relacionado no solo a la reducción del estrés global en Europa y Estados Unidos, sino principalmente al espacio existente para que se haya mantenido el tono expansivo de las políticas económicas y a los factores de más largo plazo que continúan apoyando la actividad económica en estas geografías (profundización de los mercados de crédito, estabilidad institucional, avances en los mercados laborales y elevados precios de las materias primas).

Gráfico 3

Crecimiento del PIB mundial y contribución de países desarrollados y emergentes (%)



Fuente: BBVA Research (2013)

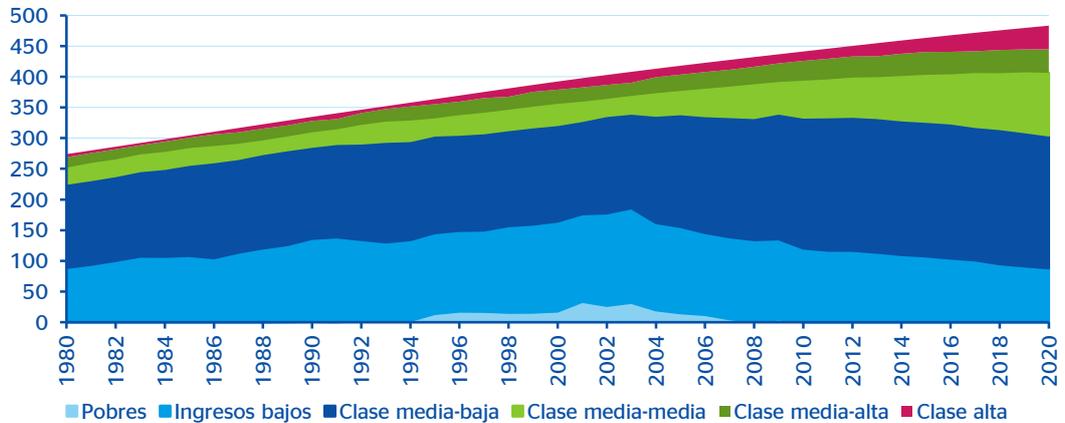
Además, América Latina se presenta actualmente como una región resistente a las crisis financieras recientes y que tiene un enorme potencial de crecimiento a medio y largo plazo. Al respecto, BBVA Research (2014) estima que el crecimiento de dichas economías será de 2,5% para 2014 y 2,6% en 2015, cercano al crecimiento potencial (4%). El “nuevo normal” de Latinoamérica no es sólo un crecimiento más alto que los países desarrollados -superando sin problemas mayores la crisis global de 2008-, sino una convergencia con el mundo desarrollado y una menor vulnerabilidad.

Al respecto, la región está cerrando desde hace ya un tiempo, la brecha con los estándares de vida en las economías desarrolladas. Así, por ejemplo, BBVA Research (2013) estima que Latinoamérica aumente su nivel de renta per cápita relativa a EEUU desde un 23% de la misma en 2003 a un 31% en 2016; dicha brecha se ha seguido cerrando incluso en los peores años de la crisis.

Este mayor dinamismo se ve acompañado también de un entorno con menor vulnerabilidad apoyado en factores económicos, políticos y sociales. Por el lado económico, se ha producido una reducción de los déficits exteriores y fiscales a niveles manejables, por lo general no superiores al 3% del PIB, pero también un proceso continuo de reducción de la deuda externa y pública. Por el lado social, el impacto positivo del crecimiento económico y la estabilidad institucional de Latinoamérica ha ocasionado un fuerte aumento de las clases medias, mismas que han pasado de aproximadamente 100 millones de personas en 2000 a 150 millones en 2010, y que BBVA Research proyecta seguirán incrementando como se observa en la siguiente gráfica. El aumento de las clases medias y el incremento de la renta per cápita representan un círculo virtuoso en muchos países de la región.

Gráfico 4

**Población de América Latina por rango de PIB per cápita (millones de personas)**



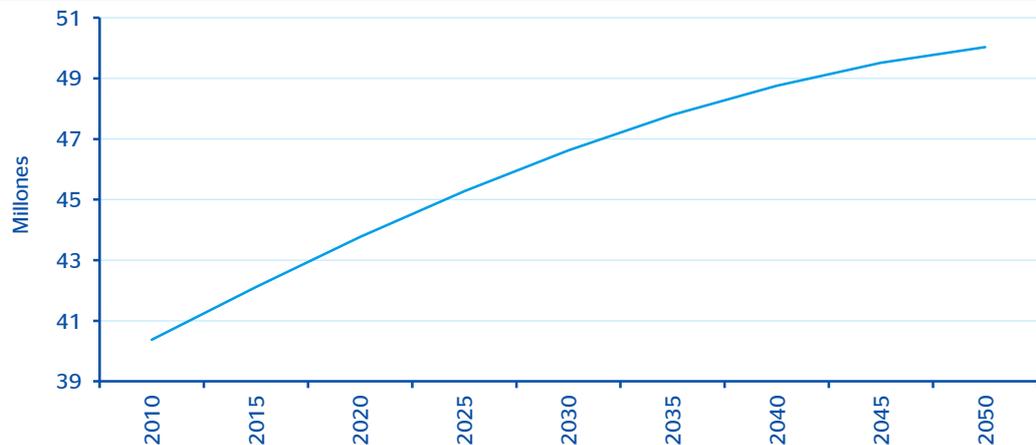
Fuente: BBVA Research. Situación Latinoamérica, primer trimestre 2013

## 2. Proyecciones demográficas para Argentina

La población argentina crecerá a una tasa anual promedio de 0,5% entre 2010 y 2050, pasando de 40,3 a 50 millones de personas. De acuerdo a CELADE, en los próximos 40 años la población argentina crecerá en 9,7 millones de personas, es decir en un 24%.

Gráfico 5

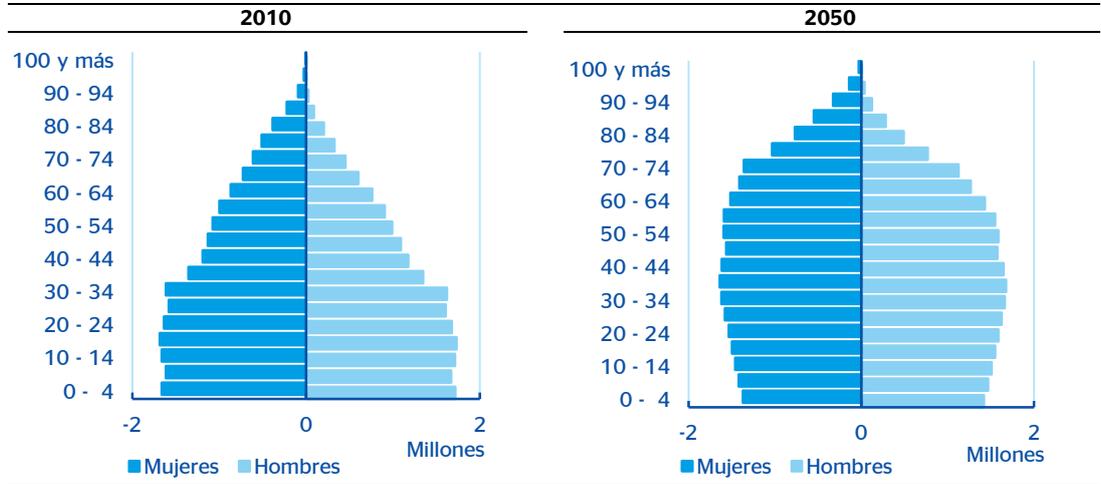
**Proyección de población total (millones de habitantes)**



Fuente: BBVA Research con datos de CELADE

Adicionalmente, la proporción de personas en edades productivas respecto a la personas en edades potencialmente inactivas, crece de manera sostenida, lo cual se conoce como bono demográfico. Las proyecciones de la CEPAL muestran que este bono demográfico se mantendrá hasta el 2035. En ese sentido, mientras en 2010 había 1,8 personas entre 15 y 64 por una persona en los rangos entre 0 y 14 años y 65 años o más, en 2035 esta relación será de 1,9.

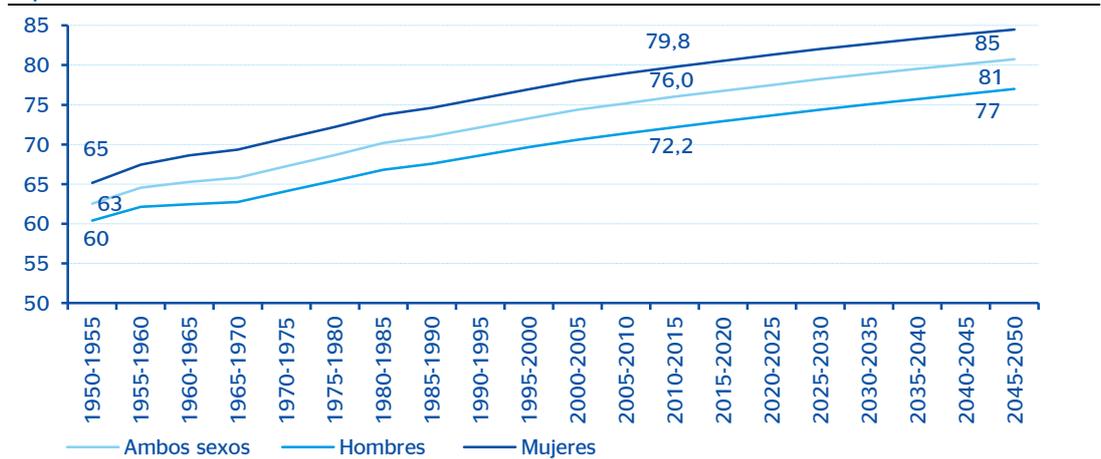
Gráfico 6  
Distribución de la población por edad y sexo (millones de habitantes)



Fuente: BBVA Research con datos de CELADE

Dicha situación es una oportunidad para una sociedad en el sentido en que representa un potencial importante de mano de obra, de aumentos del producto, de mayor crecimiento, ahorro y consumo, entre otros. En 2050 no sólo habrá menos personas en la edad productiva por cada persona dependiente (1,7 personas) sino que se deberá financiar durante un período más largo a aquellas personas en la edad adulta mayor, ya que la esperanza de vida será superior a la actual. Por otra parte, la esperanza de vida al nacer de las mujeres se ubicará, en 84,5 años en promedio durante el quinquenio 2045-2050, frente al 79,8 promedio de quinquenio 2010-2015. En el caso de los hombres estos porcentajes se ubican en 77 y 72,2, respectivamente.

Gráfico 7  
Esperanza de vida al nacer



Fuente: BBVA Research con datos de CELADE

### 3. Panorama del sector asegurador

Según Mapfre (2013) la penetración del seguro alcanza el 3% del PIB, sin embargo de acuerdo al Banco Interamericano de Desarrollo (BID, 2011) el mercado argentino de seguros presenta escaso desarrollo en comparación con otros países de la región. En particular, el seguro de vida ha sufrido a lo largo de las últimas tres décadas, el impacto de los periodos de hiperinflación en Argentina, por lo que los seguros de vida con ahorro prácticamente desaparecieron por largos periodos. Los únicos seguros de vida que se siguieron contratando, fueron los colectivos anuales para cubrir a los trabajadores dependientes, obligatorios por mandato de leyes o convenios colectivos. El seguro de vida con ahorro, era contratado mediante los denominados seguros *off shore*, es decir contratación sin autorización legal de seguros en moneda extranjera o en el exterior.

La estabilidad de los años 90, y un contexto macroeconómico relativamente favorable generaron un cambio sustancial, permitiendo que se establecieran varias de las principales compañías internacionales de seguros de vida, y el mercado de seguros creció en forma acelerada desde 1994, explicado en gran parte por los efectos de la reforma de la seguridad social, que implementó con la ley 24.241 un sistema de cuentas individuales manejado por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), las cuales además gestionaban el ahorro voluntario previsional (contribuciones voluntarias y depósitos convenidos).

Los seguros de retiro alcanzaron también un importante desarrollo en ese momento, ya que las aseguradoras operaban una de las modalidades de pago de las prestaciones jubilatorias, la renta vitalicia previsional, y de la ley de riesgos del trabajo, la renta periódica, modalidad de pago de prestaciones dinerarias.

La crisis financiera de 2001, desaceleró el crecimiento de la actividad aseguradora en su conjunto, y se permitió la reestructuración de los pasivos en Dólares a pesos argentinos afectando seriamente la confianza del público. Al respecto, la Corte Suprema de Justicia de la Nación, recientemente declaró inconstitucionales las normas que dispusieron la pesificación de los seguros de retiro voluntarios, y de las rentas previsionales.

Posteriormente, en 2008, los fondos de pensiones administrados por las AFJP se nacionalizaron, y mediante la Ley 26.425 se creó el Sistema Integral Previsional Argentino (SIPA), régimen de reparto que sustituyó al sistema de capitalización individual, administrado por una entidad pública denominada Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES). Adicionalmente, con la nacionalización del sistema de pensiones, se obligó a los afiliados que tenían ahorro voluntario previsional realizado previamente en las AFJP, a transferir dichos recursos a la ANSES, lo que minó la confianza de los afiliados, con repercusiones negativas para el mercado de seguros, e incrementó el fenómeno de seguros *off shore*.

Posteriormente, el Estado Nacional a través de diversas moratorias ha logrado una tasa de cobertura cercana al 97%. Es decir, casi el 100% de las personas en edad de jubilarse, se encuentran hoy amparados por el régimen y percibiendo su jubilación o pensión, sin embargo el sistema de pensiones no cuenta con una fuente de financiamiento genuina, por lo que no es sostenible en el largo plazo.

Adicionalmente, el BID<sup>1</sup> señala que en la reforma efectuada al sistema de pensiones en 2008, se eliminaron los incentivos fiscales al ahorro voluntario, por haberse detectado una utilización fraudulenta de éstos.

La tasa de sustitución que otorga el sistema de pensiones gestionado por la ANSES, en promedio no supera el 40% de la remuneración, lo cual ofrece una excelente oportunidad de complementar dichos ingresos con mecanismos voluntarios u obligatorios por mandato de negociación colectiva, para trabajadores dependientes o por cuenta propia y empresarios. La brecha existente entre las necesidades reales y la actual cobertura jubilatoria podría ser

---

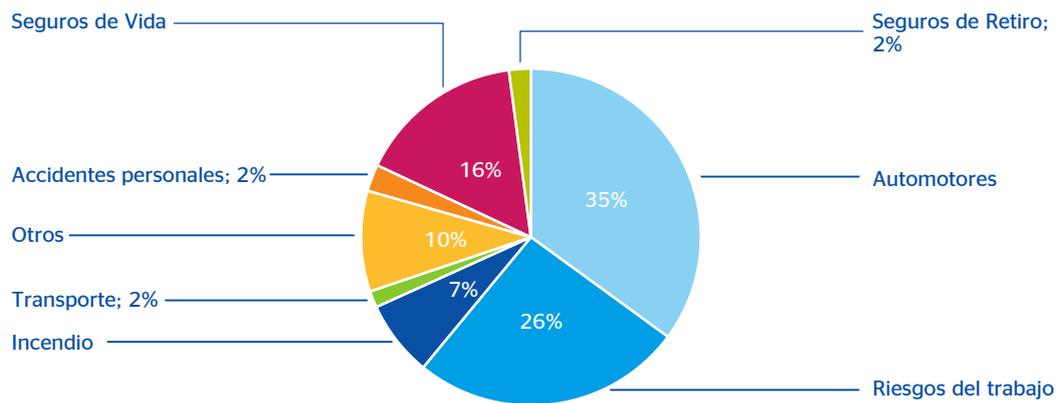
1: BID (2011).

completada con productos de seguros, sin embargo se requiere la existencia de normativa que incentive dicho segmento. Al respecto la Asociación de Aseguradoras de Vida y Retiro de Argentina (AVIRA) presentó ante las autoridades en 2010 un proyecto de Seguro Jubilatorio voluntario, con el fin de contar con un ahorro voluntario a largo plazo con beneficios fiscales, complementario a la jubilación ordinaria (este proyecto aún no se aprueba).

El sistema actual consta de pensiones voluntarias, las cuales han tendido desde la nacionalización de los recursos previsionales del sistema de capitalización, incluyendo aquellos de pensiones voluntarias, a canalizarse hacia el exterior o en moneda extranjera en los llamados seguros *off shore*. Esto se evidencia, en la pérdida de importancia de los seguros de vida y de retiro, los cuales según Mapfre (2011) han perdido participación frente a los seguros generales, contrariamente a las tendencias mundiales.

De acuerdo a información de la Asociación Argentina de Compañías de Seguros (AACS), el mercado asegurador argentino a junio de 2012 estaba conformado por 179 compañías, de las cuales 19 operaban Seguros de Retiro y 35 operaban seguros de Vida como actividad principal.

Gráfico 8  
Primas por tipo de seguro (Junio 2012)



Fuente: BBVA Research con datos de Asociación Argentina de Compañías de Seguros

## 4. Marco regulatorio

El marco normativo de la actividad aseguradora está definido por dos leyes específicas. La ley 17.418 establece las disposiciones generales y específicas de los distintos tipos de seguros según las dos grandes divisiones: los seguros patrimoniales y los seguros de personas; y el Reglamento 20.091 que regula el funcionamiento de las aseguradoras y de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN).

Las pensiones voluntarias en Argentina se conocen bajo el nombre de seguros de retiro. Se trata de un seguro de vida cuyo objetivo principal es generar un ahorro, individual o colectivo que le permite al tomador de la póliza o a quien éste disponga, una renta vitalicia al momento del retiro o muerte.

De acuerdo a Mapfre (2011), los seguros de retiro son de carácter voluntario, pueden ser individuales o colectivos, en este último caso son contratados por una empresa a favor de sus trabajadores o por sindicatos o asociaciones civiles.

A la jubilación, dichos seguros ofrecen la alternativa de cobrar el fondo acumulado en un único pago o como una renta de por vida o por un plazo definido, y son heredables, durante el período en que el titular se encuentra realizando aportes a la póliza. A la vez, existe la opción

de extender los beneficios a una tercera persona, luego del fallecimiento del titular. En cualquier momento tiene la opción de realizar rescates parciales o totales.

En cuanto al **tratamiento tributario** de los seguros, se deducen las siguientes primas y aportes:

#### **Aportes**

- Las primas de seguros de vida, incluyendo los de renta vitalicia hasta por el equivalente a 100 dólares anuales.
- Los aportes de seguros de retiro Individuales (es decir que realizan las personas) no poseen ningún incentivo fiscal; mientras que los aportes que efectúa un empleador en los Planes de Retiro Colectivo, sí poseen un incentivo, pero es de menos de 70 dólares por año.

#### **Régimen impositivo para indemnizaciones, prestaciones y rescates:**

- Las prestaciones de jubilación vejez y muerte, así como los rescates y los intereses devengados están exentos del impuesto a la renta

#### **Impuesto sobre el valor agregado (IVA)**

- Están exentas las operaciones de seguros de vida que cubren riesgos de muerte y de sobrevivencia, así como los intereses pasivos correspondientes a regímenes de ahorro y capitalización de planes de seguro de retiro privado.

## 5. Proyecciones estadísticas del mercado de seguro de vida

Con la finalidad de realizar proyecciones estadísticas de la prima emitida de seguro de vida para los próximos años, se utilizó la información de Banco Mundial para el periodo 1990-2011. Si bien dicha información está agregada para todos los tipos de seguros de vida, de acuerdo a la clasificación de la OECD y la Unión Europea -incluyendo rentas vitalicias, seguros de vida individuales y de grupo, coberturas adicionales y seguros educacionales-, dada la escasa información pública disponible a nivel desagregado (no existe una mayor desagregación por tipo de producto) y la necesidad de contar con series de datos con suficiente historia pasada a fin de poder obtener una estimación robusta, se considera que este ejercicio representa una buena aproximación que permitirá conocer la tendencia esperada, desde el punto de vista estadístico de la prima emitida de seguro de vida para los próximos años, basado en el comportamiento histórico de dicha serie.

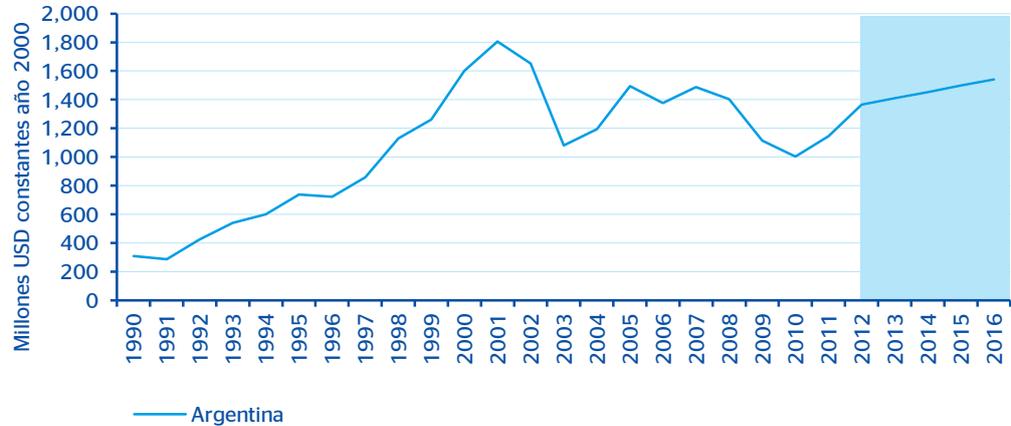
A partir de dichos datos, se realizó una proyección estadística con un modelo autorregresivo de promedios móviles (ARMA)<sup>2</sup> para el periodo 2012-2016 de la prima de seguro de vida, obteniendo que la tendencia para dicho periodo es de un crecimiento promedio anual de 3.10%.

---

2: Dada una serie temporal de datos  $X_t$ , el modelo ARMA (Auto-regresive Moving Average) es una herramienta estadística para predecir futuros valores de la serie, basado en el comportamiento histórico de la misma. Ver Anexo 1 para mayor detalle.

Gráfico 9

## Prima emitida seguro de vida en millones de US\$ constantes año 2000



Fuente: BBVA Research con datos del Banco Mundial

Por lo tanto, dicho ejercicio permite pronosticar que desde un punto de vista estadístico, se espera para los próximos años un crecimiento en la prima de seguros de vida. Este resultado analizado a la luz de los argumentos expuestos en las secciones anteriores, que apuntan a la necesidad de ahorro voluntario para obtener mejores niveles de ingreso a la vejez, así como al crecimiento de las clases medias, el tema de la educación financiera, presiones demográficas y la creciente importancia de la cultura de la prevención, entre otros, permite anticipar que el mercado de seguros de ahorro a largo plazo tendrá un auge en los próximos años, que debe ser aprovechado para ofrecer productos competitivos que se beneficien de los incentivos fiscales existentes.

## 6. Tendencias regulatorias

De acuerdo a CEPAL (2000), el ahorro individual tiene un mayor potencial de crecimiento en la medida en que las políticas para incentivarlo se concentren en ahorro con fines específicos (por ejemplo, fines previsionales). Sin embargo, las políticas encaminadas a elevarlo no son fáciles de aplicar, la principal dificultad estriba en que un mayor ahorro implica, la mayoría de las veces, una disminución del bienestar actual. Otra complejidad importante es que las decisiones de ahorro voluntario dependen de una infinidad de variables, muchas de las cuales no pueden ser controladas por la autoridad económica, lo que dificulta la adopción de estrategias satisfactorias para promoverlo. Existe un debate importante respecto de los determinantes del ahorro voluntario y de las recomendaciones de políticas para promover un comportamiento más proclive al ahorro. En primer lugar, las decisiones de ahorro son de carácter inter-temporal y dependen no sólo de las posibilidades, estímulos, políticas e instituciones actuales, sino también de las percepciones respecto del futuro. Un ambiente de mayor predictibilidad, en un contexto macroeconómico sano y estable, es un requisito necesario (aunque no suficiente) de cualquier estrategia destinada a elevar el ahorro. Por otra parte, el ahorro para enfrentar imprevistos puede alentarse también mediante un mercado asegurador confiable y transparente.

En este sentido, las compañías de seguros de vida están mejor preparadas que otros tipos de intermediarios para ofrecer un ahorro a largo plazo con fines previsionales, como las anualidades. Las aseguradoras tienen capacidades técnicas, *expertise* y una mejor cobertura natural al riesgo de supervivencia, dado que cubren riesgos complementarios (mortalidad y sobrevivencia). Sin embargo, en algunos casos, los aseguradores de vida pueden enfrentar dificultades para participar en el mercado de anualidades, lo cual reduce la competencia e

incrementa costos; como ejemplo de estas dificultades se puede mencionar la falta de instrumentos financieros que permitan mitigar el riesgo de longevidad y la necesidad de usar tablas de mortalidad bien definidas que permitan medir adecuadamente este riesgo (provisiones y requerimientos de capital suficientes).

Por otra parte, diversas encuestas<sup>3</sup> muestran que los clientes potenciales de anualidades quieren productos con diversos aspectos y garantías (por ejemplo, acceso a las ganancias del mercado de capitales, poder hacer heredables los recursos), cuyo costo no sea tan elevado. Sin embargo, entre más aspectos y garantías se involucren, más costosas se vuelven las anualidades, por lo que productos innovadores que combinen dichos aspectos y compartan costos, como las anualidades variables pueden ser atractivos para el mercado.

El mercado de anualidades variables ha estado creciendo, en particular en Estados Unidos, y permite a los clientes acceso a ganancias de capital, que es una de las ventajas de los retiros programados. En teoría, el acceso a ganancias de mercados de capitales puede proporcionar una cobertura contra inflación y potenciales pérdidas de poder adquisitivo. Otros productos atractivos podrían ser aquellos que combinen pagos de anualidades y cobertura de salud a largo plazo. Sin embargo, hay muchos aspectos regulatorios y de diseño que necesitan sortearse, ya que los desembolsos de salud pueden ser impredecibles y onerosos.

Del lado de la oferta, los mercados de anualidades sufren problemas de selección adversa que afectan el *pricing*, como la existencia de mercados incompletos (falta de protección contra inflación, falta de exposición a renta variable) con requerimientos de capital regulatorio, así como exposición a la incertidumbre del comportamiento de la mortalidad futura y la falta de instrumentos financieros suficientes para cobertura del riesgo de longevidad (RL). Los proveedores de anualidades pueden retener el riesgo y mantener suficiente capital para soportar fluctuaciones. El RL puede ser reducido al utilizar modelos apropiados para estimar las futuras mejoras de mortalidad y esperanza de vida, por ejemplo, a través de modelos estocásticos que permitan calcular probabilidades, lo que permite poner un precio adecuado al riesgo. En este contexto, el RL será la diferencia entre las mejoras en mortalidad y la esperanza de vida supuesta en la valuación actuarial y los valores que se observarán en el futuro, por lo que es muy importante contar con tablas de mortalidad y supervivencia que se actualicen regularmente e incorporen las mejoras esperadas en la mortalidad futura (tablas dinámicas de mortalidad).

Otra forma de administrar el RL es mediante el calce de activos y pasivos o mediante inversiones *liability driven investment* (LDI), enfoque que relaciona la estrategia de asignación de activos a las obligaciones tal que los rendimientos de las inversiones pueden calzar y superar los flujos de los pasivos contingentes. Por ejemplo, dado que el RL puede incrementar las obligaciones futuras y su duración, las inversiones en bonos de largo plazo serán más atractivas; además el RL puede transferirse a terceros a través de derivados financieros y coberturas de longevidad.

---

3: OCDE (2012).

## 7. Conclusiones

El ahorro a largo plazo permite a los individuos mantener un poder adquisitivo estable durante las diferentes etapas de su vida, incluso en la etapa de jubilación, lo cual es muy importante dadas las tendencias demográficas globales que apuntan a un mayor envejecimiento poblacional y a una mayor esperanza de vida. Actualmente, los riesgos y costos de financiar el retiro recaen actualmente en mayor medida en los individuos y en sus familias, y es por esto que el ahorro voluntario a largo plazo cobrará cada vez mayor importancia, por lo tanto es necesario contar con mecanismos adecuados que permitan realizar este tipo de ahorro.

El ahorro voluntario está recibiendo creciente interés de los *policy makers* en todo el mundo, como un medio para compensar la reducida cobertura de las pensiones públicas, especialmente en países con una alta tasa de informalidad laboral, así como complementar los beneficios cada día más limitados que otorgan los sistemas de pensiones. Para motivar el ahorro voluntario, los gobiernos pueden establecer incentivos fiscales tanto a las aportaciones como al cobro de los beneficios.

Tomando en cuenta la información histórica de prima emitida de seguro de vida de los últimos años, se realizó una estimación econométrica para pronosticar que desde un punto de vista estadístico, se espera para los próximos años un crecimiento en la prima de seguros de vida. Este resultado analizado a la luz de la necesidad de ahorro voluntario para obtener mejores niveles de ingreso a la vejez, así como al crecimiento de las clases medias observado en años recientes en Latinoamérica, las tendencias demográficas y la creciente importancia de la cultura de la prevención, permite anticipar que el mercado de seguros de ahorro a largo plazo tendrá un auge en los próximos años.

## Referencias

Alonso, J., Doménech, J., Tuesta, D. (2012). Sistemas Públicos de Pensiones y la Crisis Fiscal en la Zona Euro, Enseñanzas para América Latina. BBVA Research.

BID(2011). Diagnóstico sobre el mercado argentino de Seguros

BBVA Research (2013). Situación Latinoamérica. Cuarto trimestre de 2013.

BBVA Research (2014). Situación Latinoamérica. Primer trimestre de 2014.

CELADE (2011). Estimaciones y proyecciones de la población total a largo plazo, 1950-2100, revisión 2011. Disponibles en [http://www.eclac.cl/celade/proyecciones/basedatos\\_BD.htm](http://www.eclac.cl/celade/proyecciones/basedatos_BD.htm).

Holzmann, R., Hinz, R., Dorfman, M. (2008). Pensions Systems and Reform Conceptual Framework. The World Bank.

Holzmann, Robert (2012). Global Pension Systems and their Reforms. The World Bank.

Lusardi, A. (1998). On the importance of the Precautionary Saving Motive. *The American Economic Review* Vol.88 No. 2, pp. 449-453.

Mapfre (2011). El seguro de Vida en América Latina. Fundación Mapfre, Instituto de Ciencias del Seguro.

Mapfre (2013). El Mercado Asegurador Latinoamericano 2012-2013. Fundación Mapfre.

Modigliani, F. and Ando, A. (1963). The Life Cycle Hypothesis of Savings: Aggregate Implications and Tests. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 1, pp. 55-84.

Perron P., and T. Yabu (2009). Tests for Shifts in Trend with an Integrated or Stationary Noise Component. *Journal of Business & Economic Statistics*, 27, 369-396

Rofman, R., Oliveri, M. (2012). Pension Coverage in Latin America Trends and Determinants. The World Bank.

[www.avira.org.ar](http://www.avira.org.ar) Asociación de Aseguradoras de Vida y Retiro de la República Argentina (AVIRA).

## Anexo 1. Modelos ARMA

La predicción del potencial del mercado de seguros de vida ha sido realizada utilizando modelos de series temporales autoregresivos y de medias móviles (ARMA). La metodología empleada consta de varias partes que incluyen el diagnóstico previo a la estimación del proceso generador de datos (PGD), la estimación de los modelos y la verificación de la bondad en las estimaciones.

La primera etapa del análisis previo de la estructura de los datos consiste en la identificación de tendencias. Podemos tener tendencias lineales o no lineales que es necesario determinar previamente a fin de modelizarlas correctamente en la especificación del modelo. Concretamente nos planteamos la posibilidad de la existencia de rupturas estructurales, en tendencia y en niveles, que de no ser tenidas en cuenta podrían sesgar seriamente los resultados de las predicciones.

Para detectar si existen o no rupturas estructurales se lleva a cabo el test de rupturas estructurales de Perron y Yabu (2009). Este test es válido tanto para series estacionarias como no estacionarias y detecta de manera endógena la presencia de cambios estructurales en las series. Para aquellas series que tienen rupturas estructurales se estima una tendencia truncada, lo cual permite la estimación de dos tendencias, una pre-break y otra post-break.

Una vez estudiados los elementos deterministas del PGD se pasa a la estimación de los órdenes de los procesos de medias móviles y autoregresivos. El método de estimación es por mínimos cuadrados ordinarios:

$$Z_t = \Psi(L)a_t \approx \frac{\Theta_q(L)}{\Phi_p(L)} a_t,$$

$$\Phi_p(L)Z_t = \Theta_q(L)a_t$$

$$(1 - \phi_1 L - \dots - \phi_p L^p)Z_t = (1 + \theta_1 L + \dots + \theta_q L^q)a_t$$

$$Z_t - \phi_1 Z_{t-1} - \dots - \phi_p Z_{t-p} = a_t + \theta_1 a_{t-1} + \dots + \theta_q a_{t-q}$$

La selección del número de retardos (p,q), se lleva a cabo mediante el método general-to-specific. Este método consiste en comenzar estimando una estructura generosa de retardos tanto para la parte de medias móviles como para la autoregresiva e ir eliminando los últimos retardos no significativos del modelo.

Una vez que se ha estimado el modelo que mejor se ajusta a nuestro PGD, se plantea una predicción dinámica para 5 periodos hacia delante. La bondad de los resultados que arroja esta estimación es evaluada mediante un test que evalúa el ajuste de las predicciones a partir de datos de la muestra.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.