

El Envejecimiento Global y la Seguridad Previsional en las Economías Emergentes

Reconsiderando el Rol de los Sistemas de Capitalización

Autores **Richard Jackson**
Keisuke Nakashima





El Envejecimiento Global y la Seguridad Previsional en las Economías Emergentes

Reconsiderando el Rol de los Sistemas de Capitalización

Autores **Richard Jackson**
Keisuke Nakashima



El Global Aging Institute no adopta posiciones específicas en materia de políticas públicas. En tal sentido, todas las opiniones expresadas en este documento deben entenderse como pertenecientes exclusivamente al (los) autor(es).

© 2015 Global Aging Institute. Todos los derechos reservados.

ISBN: 978-1-943884-01-8

Fotografía de la portada: Shutterstock.com.

Global Aging Institute

913 Dalebrook Drive

Alexandria, VA 22308

703-360-3281 | www.GlobalAgingInstitute.org

Índice

<i>Agradecimientos</i>	iv
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1 El Desafío del Envejecimiento en el Mundo en Desarrollo	7
CAPÍTULO 2 Las Ventajas del Modelo de Capitalización	13
Reemplazo del Ingreso	
Protección contra la Pobreza	
Riesgo de Mercado y Riesgo Político	
La Economía en General	
CAPÍTULO 3 Desafíos para el Diseño de Sistemas de Capitalización Individual	33
Sistemas Obligatorios vs. Voluntarios	
Tasas de Contribución	
Administración Privada vs. Pública	
Comisiones Administrativas	
Restricciones en el Portafolio	
Elección Individual	
Edades de Jubilación	
Riesgo de Longevidad	
CONCLUSIÓN	47
<i>Sobre la Información Estadística y las Fuentes Citadas</i>	<i>50</i>
<i>Sobre los Autores</i>	<i>52</i>

Agradecimientos

Los autores han acumulado muchas deudas de gratitud durante su trabajo en el informe *El Envejecimiento Global y la Seguridad Previsional en las Economías Emergentes: Reconsiderando el Rol de los Sistemas de Capitalización* y les place poder reconocer las más importantes en esta sección.

En primer lugar, los autores expresan su agradecimiento a Principal International por financiar el proyecto y por contribuir a asegurar su éxito. En particular, desean agradecer a Luis Valdes (Presidente y CEO, Principal International) y a Roberto Walker Hirschfeld (Presidente, Latin America, Principal International) por creer en el proyecto; Renee Schaaf (Vice Presidente, Strategic Planning & Business Development, Principal International) por su infatigable apoyo y acuciosa retroalimentación; y a Richard C. Lawson (Vice Presidente, International Government Relations) por ayudar a que el proyecto despegue y llevarlo a una conclusión exitosa.

Los autores desean asimismo agradecer a Thomas S. Terry (Chairman, Global Aging Institute) y a Neil Howe (Senior Associate, Global Aging Institute) por sus útiles consejos en momentos cruciales. Alison Bours (Principal, AliBDesign) merece el crédito por el diseño del informe. Los autores le agradecen no solamente por su impecable sentido del diseño, sino también por su buena disposición para cumplir con los plazos establecidos.

Si bien los autores reconocen y agradecen la asistencia que han recibido en la preparación del informe, ellos son los únicos responsables por su contenido.

introducción

Aun cuando son los países desarrollados los que están liderando la transición hacia la tercera edad de la humanidad, el envejecimiento global, tal como indica la expresión, es un fenómeno mundial. Los países en desarrollo son en general todavía mucho más jóvenes que los países ricos. Sin embargo, están también envejeciendo y algunas economías emergentes están atravesando la totalidad del recorrido demográfico, de la juventud y el crecimiento hasta la vejez y la desaceleración o el declive, a una velocidad sorprendente. Hacia el año 2050, México será casi tan viejo como los Estados Unidos y Brasil, Chile, China y Tailandia serán aún más viejos. Al mismo tiempo, Corea del Sur competirá con Alemania, Italia y Japón por el título del país más viejo del planeta.¹ (Ver Gráfico 1).

Mientras que los actuales países desarrollados eran ya sociedades prósperas con estados de bienestar consolidados cuando iniciaron sus procesos de envejecimiento, muchas de las actuales economías emergentes están envejeciendo sin haber tenido tiempo de

implementar mecanismos públicos o de mercado adecuados para sustituir las redes familiares tradicionales de soporte a los

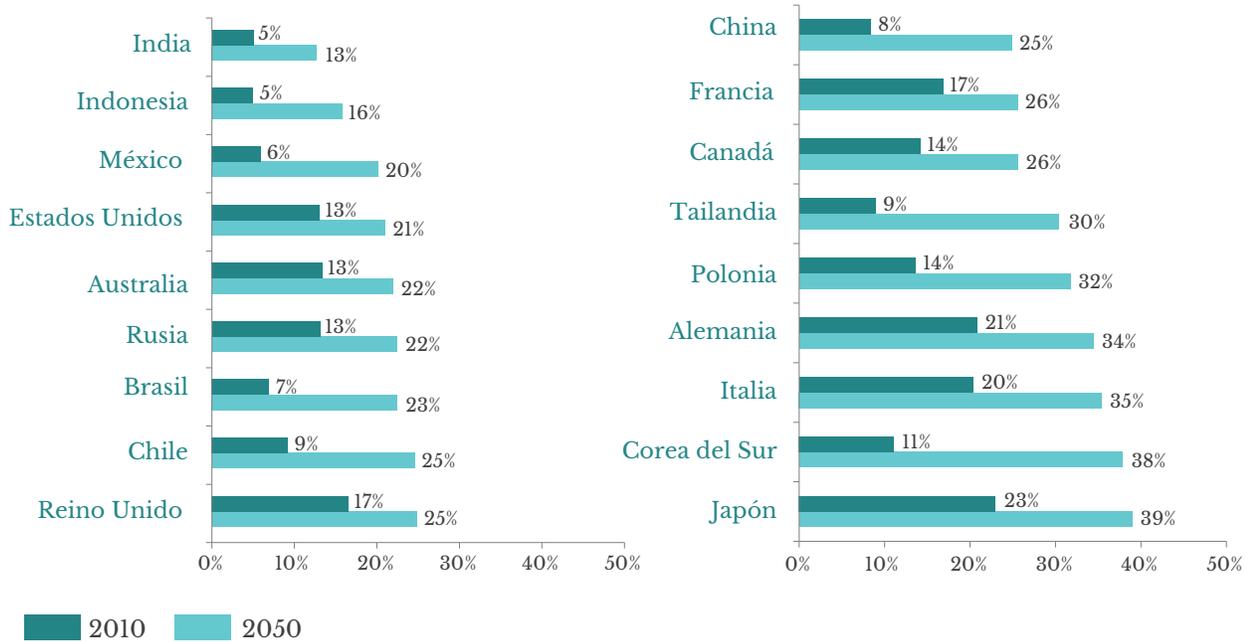
Hacia 2050, México será casi tan viejo como los Estados Unidos, mientras que Brasil, Chile y China serán aún más viejos.

adultos mayores. Para los países desarrollados, el desafío consiste en reducir la creciente carga que sus generosos sistemas de jubilación imponen sobre los jóvenes, sin paralelamente debilitar la seguridad que actualmente brindan a los adultos mayores. Para muchas economías emergentes, el desafío consiste en lograr precisamente lo contrario: garantizar cierto nivel de seguridad para los adultos mayores que hoy en día no existe sin al mismo tiempo imponer una carga pesada sobre los jóvenes.

Hasta hace poco tiempo, existía un creciente consenso sobre las importantes ventajas

1. Salvo indicación diferente, toda la información demográfica citada en este informe ha sido tomada de *World Population Prospects: The 2012 Revision* (New York: UN Population Division, 2013). Para una discusión sobre las proyecciones de las Naciones Unidas así como sobre todas las demás principales fuentes de información utilizadas en este informe, véase la sección “Sobre la Información Estadística y las Fuentes Citadas.”

Adultos mayores (de 65 años de edad o más), como porcentaje de la población en 2010 y 2050



Fuente: *World Population Prospects: The 2012 Revision* (New York: UN Population Division, 2013)

GRÁFICO 1

potenciales que los sistemas previsionales de capitalización, en los cuales las contribuciones de los trabajadores son ahorradas e invertidas y los beneficios se pagan de los activos acumulados, tenían sobre los sistemas de reparto, en los cuales los trabajadores en actividad contribuyen al pago de los beneficios de los actuales jubilados. Algunas economías emergentes, especialmente en Asia y África, han mantenido por largo tiempo “fondos de previsión”, sistemas estatales de capitalización en los cuales los activos son administrados centralmente por el gobierno. Posteriormente, en 1981, Chile inventó un nuevo modelo estatal de “capitalización individual” en el cual, aun

cuando el sistema previsional es establecido y regulado por el Estado, los activos son administrados por empresas privadas administradoras de fondos de pensiones que compiten entre sí. En los siguientes años, en parte motivadas por las recomendaciones del Banco Mundial en su documento fundacional *Averting the Old Age Crisis*,² casi dos docenas de economías emergentes, principalmente en América Latina y Europa Central y del Este, han introducido sistemas de capitalización individual que sustituyen total o parcialmente a los sistemas públicos de reparto. Al mismo tiempo, varias economías emergentes que retuvieron sus sistemas de reparto, tales

2. World Bank, *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth* (New York: Oxford University Press, 1994).

como Brasil, China y Corea del Sur, están implementando sistemas de capitalización privados suplementarios.

Las ventajas de los sistemas de capitalización para sociedades en proceso de envejecimiento y, entre estas especialmente para las economías emergentes, son amplias e importantes. A nivel micro, los sistemas previsionales de capitalización pueden generar tasas de retorno más altas que los sistemas de reparto, y, consecuentemente, pueden ofrecer tasas de reemplazo más altas a cualquier tasa de contribución.³ Mientras que los sistemas de reparto enfrentan un dilema de suma cero entre aumentar impuestos o reducir beneficios a medida que los países envejecen, los sistemas de capitalización pueden ayudar a los países a escapar de la tiranía de su propia demografía. A su vez, a nivel macro, los sistemas de capitalización pueden contribuir a acelerar el desarrollo de mercados de capitales, una prioridad crucial para los países emergentes a medida que sus poblaciones y economías maduran. Dependiendo de cómo están estructurados y financiados los sistemas, estos pueden asimismo aliviar la creciente presión sobre los presupuestos gubernamentales ejercida por los crecientes costos previsionales y de salud pública, mientras contribuyen a mantener niveles adecuados de ahorro e inversión, lo cual es en sí mismo otra prioridad crucial para el desarrollo de sociedades en proceso de envejecimiento.

Sin embargo, al mismo tiempo, los beneficios del modelo de capitalización han sido

frecuentemente exagerados. Varios de los primeros promotores de los sistemas de capitalización individual, incluyendo aquellos en el Banco Mundial, creyeron que estos iban a reducir la informalidad laboral, incrementar la cobertura previsional y reducir la pobreza en la vejez. Cuando esto no sucedió, la decepción respecto del modelo empezó a extenderse. Tampoco ayudó que muchos sistemas de capitalización individual estuvieran inicialmente mal diseñados, con tasas de contribución inadecuadas, altas comisiones administrativas, normas para la colocación del portafolio de inversión demasiado restrictivas, y garantías de beneficio mínimo ineficaces.

En la mayoría de países latinoamericanos, la decepción ha llevado a encontrar respuestas de política pública constructivas. Empezando con la “reforma de la reforma” chilena en 2008, una nueva ola de reformas previsionales de “segunda generación” han buscado mejorar la equidad y eficiencia del modelo de capitalización individual a través de la introducción de medidas antipobreza más efectivas, la reducción de las comisiones administrativas y la liberalización de las reglas de colocación del portafolio.⁴ Sin embargo, a pesar de estas promisorias reformas, los vientos favorables para los sistemas estatales de capitalización han claramente amainado. Mientras que los sistemas previsionales privados suplementarios han continuado siendo implementados y expandidos en gran parte del mundo en desarrollo, en los últimos diez años solamente se ha implementado un

3. El término “tasa de reemplazo” se refiere a la proporción del salario prejubilación que es reemplazada por los beneficios previsionales. Las tasas de reemplazo pueden ser calculadas de distintas maneras. En este informe, son siempre calculadas sobre la base del salario final; esto es, como una fracción del salario del año inmediatamente anterior a la jubilación.

4. Véase Stephen J. Kay y Tapen Sinha, eds., *Lessons from Pension Reform in the Americas* (New York: Oxford University Press, 2008); Carmelo Mesa-Lago, *Reassembling Social Security: A Survey of Pensions and Health Care Reforms in Latin America* (Oxford: Oxford University Press, 2008); Robert Holzmann, David A. Robalino y Noriyuki Takayama, eds., *Closing the Coverage Gap: The Role of Social Pensions and Other Retirement Income Transfers* (Washington, DC: World Bank, 2009); y Barbara E. Kritzer, Stephen J. Kay y Tapen Sinha, “Next Generation of Individual Account Pension Reforms in Latin America,” *Social Security Bulletin* 71, no. 1 (Febrero 2011).

nuevo sistema de capitalización individual obligatorio en Panamá. Algunos países, incluyendo a Argentina, Hungría y Polonia, han revertido la dirección de sus políticas previsionales y han desmantelado sus sistemas de capitalización reemplazándolos con sistemas de reparto.

Este es un hecho desafortunado, ya que existen pocas dudas respecto del importante rol que los sistemas de capitalización pueden cumplir en ayudar a las economías emergentes a enfrentar las olas de envejecimiento que llegarán en el futuro próximo. De hecho, estos sistemas pueden ser un componente esencial de cualquier estrategia exitosa.

Los sistemas previsionales de capitalización pueden ayudar a las economías emergentes a enfrentar las olas de envejecimiento que asoman en su futuro.

Ciertamente, los sistemas de capitalización no son de ninguna manera una solución integral al desafío del envejecimiento. A fin de asegurar la idoneidad general del sistema de jubilación, es también esencial contar con “pensiones sociales” o pisos de protección contra la pobreza en la vejez, financiados con impuestos. No obstante, esto es asimismo cierto para los sistemas previsionales de reparto en economías emergentes con grandes sectores informales. De la misma forma, el mero hecho de tratarse de un sistema de capitalización no le confiere automáticamente una ventaja si es que se encuentra pobremente

diseñado, lo cual, a pesar de las reformas recientes, sigue siendo el caso de algunos sistemas de capitalización individual. Sin embargo, los sistemas de reparto pueden asimismo estar pobremente diseñados y el mayor problema es que estos sistemas frecuentemente prometen beneficios que no están en condiciones de brindar cuando las sociedades envejecen. Los sistemas de capitalización son a veces criticados por transferir los riesgos a los trabajadores. Pero los sistemas de reparto pueden también entrañar riesgos tan o más considerables.

Este informe explora el desafío de asegurar la idoneidad y sostenibilidad de los sistemas de jubilación en economías emergentes en proceso de envejecimiento y en particular el rol de los sistemas de capitalización individual. Aun cuando se aborda brevemente el tema de los sistemas de pensiones voluntarios,

Los sistemas de capitalización individual de América Latina siguen siendo un modelo para otros países.

el informe se enfoca principalmente en los sistemas estatales previsionales de capitalización con los cuales se busca reemplazar total o parcialmente a los sistemas estatales previsionales de reparto. El informe se basa en evidencia de países alrededor del mundo, pero prestará mayor atención a América Latina y sus sistemas de capitalización individual los cuales creemos que continúan siendo el modelo más útil para otras economías emergentes.

Antes de proseguir, una breve explicación del uso del término “sistema estatal previsional” se hace necesaria. Aun cuando el sistema de capitalización individual chileno es a veces referido como “privado”, se trata de una mala utilización del término. Las cuentas personales obligatorias son establecidas por el Estado, reguladas por el Estado y diseñadas por el Estado para lograr el mismo propósito que los sistemas previsionales de reparto públicos. En tal sentido, dichos sistemas continúan siendo una parte integral del sistema de seguridad social de una nación, aun cuando los saldos en cuenta son de propiedad personal y gestionados por el sector privado. Es asimismo importante entender que, salvo algunas excepciones constituidas por planes de retiro para empleados públicos en algunos países, todos los sistemas estatales de capitalización son sistemas basados en una contribución definida; es decir, es el nivel de contribución el que es fijado normativamente, en lugar del nivel de beneficio. Tradicionalmente, todos los sistemas previsionales de reparto han sido sistemas de beneficio definido, aun cuando varios países están ahora migrando hacia “cuentas nocionales de aportación definida” que presentan algunos de los beneficios de los sistemas de capitalización individual, incluyendo mayores incentivos para trabajar y edades de jubilación más flexibles, pero no generan los beneficios económicos de la capitalización.

El primer capítulo describe las tendencias demográficas, económicas y sociales generales que están moldeando el futuro ambiente para

la seguridad previsional en el mundo en desarrollo. El segundo capítulo discute las ventajas potenciales a nivel micro y macro del modelo previsional de capitalización y analiza las principales críticas formuladas contra este. El tercer capítulo examina algunos de los desafíos de diseño más críticos que enfrentan los sistemas de capitalización individual, desde el establecimiento de las tasas de contribución hasta el manejo del riesgo de longevidad.

Finalmente, la conclusión recapitula los principales hallazgos del informe y se hace un llamado a los diseñadores de políticas públicas a convertir a la confrontación del desafío del envejecimiento en una prioridad urgente. El hecho de que las economías emergentes actuales estén envejeciendo en una etapa más temprana de su desarrollo económico y social en comparación con lo sucedido con los actuales países desarrollados crea una oportunidad pero al mismo tiempo eleva los riesgos para la reforma previsional. Por un lado, las economías emergentes, la mayoría de las cuales no se ven afectadas por considerables obligaciones previsionales no financiadas, gozan de mucho más flexibilidad que los países desarrollados para diseñar sistemas de jubilación adaptados a la nueva realidad demográfica. Por otro lado, el no enfrentar el desafío puede resultar no solamente en sobrecarga fiscal y perjuicios económicos sino también en una crisis humanitaria de envejecimiento de enormes proporciones. ►

capítulo uno

EL DESAFÍO DEL ENVEJECIMIENTO EN EL MUNDO EN DESARROLLO

Los países en desarrollo están experimentando una transformación demográfica impresionante. Desde la mitad de los años setenta, el crecimiento promedio anual de la población en países en desarrollo ha caído de 2.0 a 1.1 por ciento mientras que la mediana de la edad ha aumentado de 20 a 27 años; y estas cifras representan solo los promedios. Mientras la transformación demográfica continúe desplegándose, el crecimiento poblacional seguirá desacelerándose y la estructura etaria se moverá inexorablemente hacia arriba. En 1975, en América Latina vivían diez niños menores de 15 años por cada adulto mayor de 65 años o más. En 2050, el número de adultos mayores viviendo en América Latina será un poco mayor que el número de niños menores de 15 años, mientras que en Asia Oriental, será el doble. Desde Chile hasta China, las economías emergentes, que aún son asociadas con familias numerosas, grandes bolsones poblacionales jóvenes y considerables excedentes de mano de obra, se habrán transformado drásticamente.

Dos fuerzas impulsan esta transformación demográfica. La primera fuerza es la reducción de la fecundidad. Las personas están teniendo menos hijos y esto disminuye el número relativo de jóvenes en la población. Si bien la tendencia hacia la reducción en el número de nacimientos se inició en el mundo desarrollado, actualmente también ha alcanzado a la mayoría de los países en desarrollo. En toda Asia Oriental, con la excepción de Mongolia, la fecundidad ha caído por debajo de 2.1, que es la tasa de reemplazo requerida para mantener estable el tamaño de la población. La tasa de fecundidad también ha caído muy por debajo de la tasa de reemplazo en Europa Central y del Este; y se encuentra cerca, al mismo nivel, o por debajo de la tasa de reemplazo en la mayoría de las economías líderes en América Latina. Si bien la fecundidad es todavía más alta en la mayoría de Asia Meridional y del Gran Oriente Medio, también está cayendo rápidamente en estas regiones. La única región en la que esta tendencia está mayormente ausente es África Subsahariana. (Ver Tabla 1).

Tasa global de fecundidad y esperanza de vida al nacer, 1950-2015

	Tasa Global de Fecundidad				Esperanza de Vida al Nacer			
	1950-55	1970-75	1990-95	2010-15	1950-55	1970-75	1990-95	2010-15
ASIA ORIENTAL	6.0	4.7	2.0	1.6	44.8	64.6	70.2	75.5
EUROPA DEL ESTE	2.9	2.2	1.6	1.4	59.9	69.1	68.3	70.0
GRAN ORIENTE MEDIO	6.6	6.2	4.6	3.0	44.6	56.0	65.6	70.2
AMÉRICA LATINA	5.9	5.1	3.0	2.2	52.1	61.4	69.2	74.8
ASIA MERIDIONAL	5.9	5.5	3.5	2.4	39.2	52.0	61.6	68.2
ÁFRICA SUBSAHARIANA	6.4	6.6	6.1	5.2	36.8	44.6	50.0	58.0

Fuente: UN Population Division (2013)

TABLA 1

La segunda fuerza es el aumento de la esperanza de vida. Las personas están viviendo más tiempo, y esto incrementa el número de ancianos en la población. A nivel mundial, la esperanza de vida al nacer ha aumentado aproximadamente veinte años desde 1950; una ganancia mayor para la humanidad en las últimas seis décadas que la obtenida en los seis milenios anteriores. En el mundo desarrollado, la esperanza de vida se ha elevado hasta cerca de los 80 años o un poco más en todos los países y ha alcanzado dichos niveles, o está cerca de hacerlo, en varias economías emergentes. Actualmente, la esperanza de vida en China es 75 años (en 1950 era 45 años), en México es 77 años (en 1950 era 51 años) y en Corea del Sur es 81 años (en 1950 era 48 años).

A medida que sus poblaciones envejecen, las economías emergentes enfrentarán muchos de los retos que hoy enfrentan las economías desarrolladas, desde el aumento de la carga fiscal hasta el envejecimiento de la fuerza laboral pasando por la reducción de las tasas de ahorro e inversión. Y, lo que podría ser aún más determinante, les será cada vez más difícil brindar un estándar de vida decente a los ancianos sin imponer una carga demasiado pesada sobre los jóvenes.

A medida que las economías emergentes envejecen, encontrarán varios de los desafíos que hoy enfrentan los países desarrollados.

Existe, sin embargo, una diferencia importante que quizás hace que el panorama del envejecimiento sea aún más desalentador. Las olas del envejecimiento en el mundo en desarrollo llegarán a sociedades que no solo son menos prósperas sino también que, en muchos casos, aún no han establecido sistemas de protección social propios de un estado de bienestar moderno. En la India, apenas uno de cada diez trabajadores genera un beneficio previsional formal de algún tipo, ya sea público o privado. En México y Brasil, solo dos de cada cinco generan este beneficio. Incluso en Chile y Corea del Sur la proporción es solamente dos de cada tres trabajadores. En muchas economías emergentes, la mayoría de adultos mayores todavía dependen significativamente de la familia extendida como mecanismo de soporte económico.

Sin embargo, las redes de soporte familiar tradicionales se encuentran bajo una creciente presión a medida que los países se urbanizan y modernizan y pronto soportarán una mayor presión demográfica debido a la reducción del tamaño de las familias. En Brasil y Corea del Sur, el número de niños promedio al que un adulto mayor podrá acudir por apoyo se reducirá en 1.7 entre el 2010 y el 2040. En China, esta cifra se reducirá en 2.3 y en México se reducirá en 2.4.⁵

La buena noticia es que para la mayoría de países en desarrollo, a diferencia de lo que sucede en el mundo desarrollado, las olas del envejecimiento aún se están formando más allá del horizonte. Si bien la reducción de la fecundidad y el incremento de la longevidad eventualmente resultarán en un envejecimiento dramático de la población, primero abrirán una ventana de oportunidad

para el desarrollo económico y social. Cuando la tasa de fecundidad de un país empieza a decaer, el índice total de dependencia de niños y ancianos en relación a los adultos en edad de trabajar se reduce; o, dicho de otro modo, la proporción de la población en edad de trabajar se incrementa. (Ver Tablas 2 y 3). En efecto, el número de productores se incrementa en relación al número de consumidores, lo cual, manteniendo otros factores constantes, incrementa la tasa de crecimiento del nivel de vida per cápita. Más allá de esta simple aritmética, el declive de la carga de dependencia puede también alterar el comportamiento económico en maneras que aceleren aún más el ritmo de la mejora del estándar de vida. Es posible que la tasa de participación de la fuerza laboral se incremente, pues menos niños dejan más tiempo disponible para que los adultos, especialmente las mujeres, participen en la economía de mercado. Asimismo, la reducción

Índice de dependencia total: Niños (de 0 a 19 años de edad) y adultos mayores (de 65 años de edad o más) por cada 100 adultos en edad de trabajar (de 20 a 64 años de edad), 1975-2050

	1975	1990	2010	2030	2050
ASIA ORIENTAL	115	83	53	60	76
EUROPA DEL ESTE	74	68	55	64	74
GRAN ORIENTE MEDIO	136	127	89	73	70
AMÉRICA LATINA	129	106	79	69	75
ASIA MERIDIONAL	124	108	80	66	67
ÁFRICA SUBSAHARIANA	137	143	133	114	94

Fuente: UN Population Division (2013)

TABLA 2

5. Las proyecciones del tamaño de las familias han sido tomadas de Richard Jackson, Neil Howe y Tobias Peter, *The Global Aging Preparedness Index, Second Edition* (Washington, DC: CSIS, 2013).

Población en edad de trabajar (de 20 a 64 años de edad), como porcentaje de la población, 1975-2050

	1975	1990	2010	2030	2050
ASIA ORIENTAL	46%	55%	65%	62%	57%
EUROPA DEL ESTE	58%	59%	65%	61%	58%
GRAN ORIENTE MEDIO	42%	44%	53%	58%	59%
AMÉRICA LATINA	44%	48%	56%	59%	57%
ASIA MERIDIONAL	45%	48%	55%	60%	60%
ÁFRICA SUBSAHARIANA	42%	41%	43%	47%	52%

Fuente: UN Population Division (2013)

TABLA 3

del tamaño de la familia junto al incremento de la esperanza de vida, aumentan los incentivos para invertir más en la “calidad” de los niños, y por lo tanto de la futura fuerza laboral. Esta dinámica en su conjunto es denominada “bono demográfico” y ha sido la fuerza clave detrás del desarrollo de las actuales economías emergentes, especialmente del crecimiento meteórico de Asia Oriental.⁶

Gran parte del mundo en desarrollo se encuentra transitando un momento demográfico favorable.

Ciertamente, la velocidad y la oportunidad de la transformación demográfica en el mundo en desarrollo presentan una gran variación.

En algunas partes del mundo en desarrollo, incluyendo a casi todos los países del África Subsahariana y algunos del Gran Oriente Medio, se ha detenido en sus etapas iniciales. En estos lugares, la ventana de oportunidad demográfica para el rápido desarrollo aún no se ha presentado y quizás nunca se presente a menos que las tasas de fecundidad decrezcan. Mientras tanto, en otras partes del mundo, la transformación demográfica ha proseguido a un ritmo impresionante. Los países de Asia Oriental, en los que la fecundidad cayó más rápidamente que en otros lugares, están ya aproximándose al punto de quiebre demográfico en el cual la reducción del número de niños es sobrepasada por el incremento en el número de adultos mayores, y la carga de la dependencia empieza a crecer una vez más. La demografía también presionará en contra del crecimiento

6. Véase, por ejemplo, David E. Bloom y Jeffrey Williamson, “Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Asia,” *World Bank Economic Review* 12, no. 3 (Septiembre 1998); Jeffrey Williamson, “Demographic Change, Economic Growth, and Inequality,” en *Population Matters: Demographic Change, Economic Growth, and Poverty in the Developing World*, eds. Nancy Birdsall, Allen C. Kelley y Steven Sinding (New York: Oxford University Press, 2001); y David E. Bloom, David Canning y Jaypee Sevilla, *The Demographic Dividend: A New Perspective on the Economic Consequences of Population Change* (Santa Monica, CA: RAND, 2003).

económico a lo largo de Europa Central y del Este, en donde la reducción de la fecundidad ocurrió menos precipitadamente que en Asia Oriental pero empezó mucho antes. En estos lugares, la ventana de oportunidad demográfica para el desarrollo rápido también ya se está cerrando. No obstante, actualmente una buena parte del mundo en desarrollo, incluyendo toda Asia del Meridional, toda América Latina, y parte del Gran Oriente Medio, se encuentra transitando un momento demográfico favorable que se prevé que durará varias décadas.

El envejecimiento de la población del mundo en desarrollo plantea, entonces, dos retos fundamentales para las actuales economías emergentes. El primer reto consiste en aprovechar el bono demográfico creado por la reducción de la fecundidad. La situación demográfica favorable que la mayoría del mundo en desarrollo disfruta actualmente podría abrir una ventana de oportunidad para el desarrollo económico y social, pero no garantiza el éxito. Sin un sólido manejo macroeconómico, políticas laborales y pro-empresa que estimulen el crecimiento, una gobernanza adecuada e inversiones a gran escala en infraestructura y capital humano, esta oportunidad única para estimular el ingreso y el bienestar de la sociedad podría desperdiciarse. La importancia del contexto económico, social y político se hace evidente en las profundas diferencias en el desempeño económico entre los países en desarrollo. Si la demografía fuera el único factor relevante,

la mayoría de economías emergentes estarían creciendo tan rápido, o casi tan rápido como las de Asia Oriental.

El segundo reto consiste en prepararse para las olas de envejecimiento que asoman más allá del horizonte. La mayoría de expertos sostiene que todas las economías emergentes requieren un sistema previsional contributivo, cuyos beneficios ayuden a reemplazar el ingreso de los participantes cuando estos se jubilen, y un sistema no contributivo que sirva para establecer un mínimo de protección contra la pobreza en la vejez.⁷ Si bien algunos países desarrollados intentan cumplir con el doble objetivo de reemplazar el ingreso y brindar protección contra la pobreza a través del mismo sistema estatal previsional contributivo, esto no es factible en la mayoría de economías emergentes, en las cuales la combinación de débiles mecanismos para el cumplimiento de las normas y altos niveles de autoempleo y empleo irregular hace casi imposible que un sistema contributivo asegure siquiera algo cercano a una cobertura universal. La implementación de una sólida red de soporte para adultos mayores no

Todas las economías emergentes requieren tanto un sistema de pensiones contributivo y un piso de protección no contributivo contra la pobreza en la vejez.

7. Véase, entre otros, Rafael Rofman, Ignacio Apella y Evelyn Vezza, eds., *Beyond Contributory Pensions: Fourteen Experiences with Coverage Expansion in Latin America* (Washington, DC: World Bank, 2015); Javier Olivera y Blanca Zuluaga, "The Ex-Ante Effects of Non-contributory Pensions in Colombia and Peru," *Journal of International Development* 26, no. 7 (Octubre 2014); y Holzmann, Robalino y Takayama, *Closing the Coverage Gap*.

es solo cuestión de asegurar el bienestar social. En economías emergentes que envejecen aceleradamente, en las cuales la modernización y la reducción del tamaño de las familias se combinan para debilitar las redes de soporte tradicionales, fracasar en esta tarea podría resultar en una crisis política y social.

En relación con el sistema de pensiones contributivo, este debe ser idóneo y sostenible. Mientras que el modelo previsional de reparto podría parecer una alternativa más atractiva cuando las sociedades son aún jóvenes y crecen, y los contribuyentes activos sobrepasan en número a los beneficiarios pensionistas, los excedentes del impuesto sobre nóminas eventualmente se reducen y desaparecen, y las obligaciones no financiadas se vuelven exigibles. En el largo plazo, creemos que el modelo de capitalización resulta más adecuado para brindar seguridad previsional confiable a medida que las economías emergentes envejecen. ►

capítulo dos

LAS VENTAJAS DEL MODELO DE CAPITALIZACIÓN

Por más de dos décadas, las ventajas del modelo previsional de capitalización y particularmente de los sistemas de cuentas personales han sido objeto de abundante investigación y debate.⁸ Si bien podría culparse a los defensores del modelo de exagerar sus ventajas, sus críticos han sido igualmente culpables de exagerar sus limitaciones, que suelen resultar siendo las mismas que las del modelo de reparto. En este intercambio, muchas veces se deja de lado una evaluación realista de en qué medida cada uno de estos modelos ayudaría a que las economías emergentes enfrenten uno de los desafíos más cruciales del siglo veintiuno: el dramático envejecimiento de sus poblaciones.

Este capítulo discute las potenciales ventajas del modelo previsional de capitalización para economías emergentes en proceso de envejecimiento y a la vez aborda las principales

críticas que han sido presentadas en su contra. La primera sección, que se centra en la función clave de reemplazo del ingreso de los sistemas previsionales contributivos, presenta matrices de tasas de reemplazo que demuestran que, en casi todos los escenarios razonables, los sistemas de capitalización obtendrán mejores resultados que los sistemas de reparto a medida que las economías emergentes actuales envejecen. La segunda sección se enfoca en el reto de asegurar una cobertura amplia y una adecuada protección contra la pobreza para los adultos mayores, mientras que la tercera sección considera los retos planteados por los riesgos de mercado y políticos. La cuarta sección presenta brevemente los beneficios potenciales a nivel macro de los sistemas de capitalización, y en particular su impacto en el equilibrio fiscal, los ahorros nacionales y el desarrollo del mercado de capitales.

8. Entre los estudios más importantes se encuentran Zvi Bodie, Alan J. Marcus y Robert C. Merton, "Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?" en Zvi Bodie, John B. Shoven y David A. Wise, eds., *Pensions in the U.S. Economy* (Chicago: University of Chicago Press, 1988); World Bank, *Averting the Old Age Crisis*; Robert Holzmann y Joseph E. Stiglitz, eds., *New Ideas about Social Security: Toward Sustainable Pension Systems in the 21st Century* (Washington, DC: World Bank, 2001); Indermit S. Gill, Truman Packard y Juan Yermo, *Keeping the Promise of Social Security in Latin America* (Washington, DC: World Bank, 2005); Kay y Sinha, eds., *Lessons from Pension Reform in the Americas*; y OECD, *Pensions at a Glance: Latin America and the Caribbean* (Paris: OECD, 2014).

REEMPLAZO DEL INGRESO

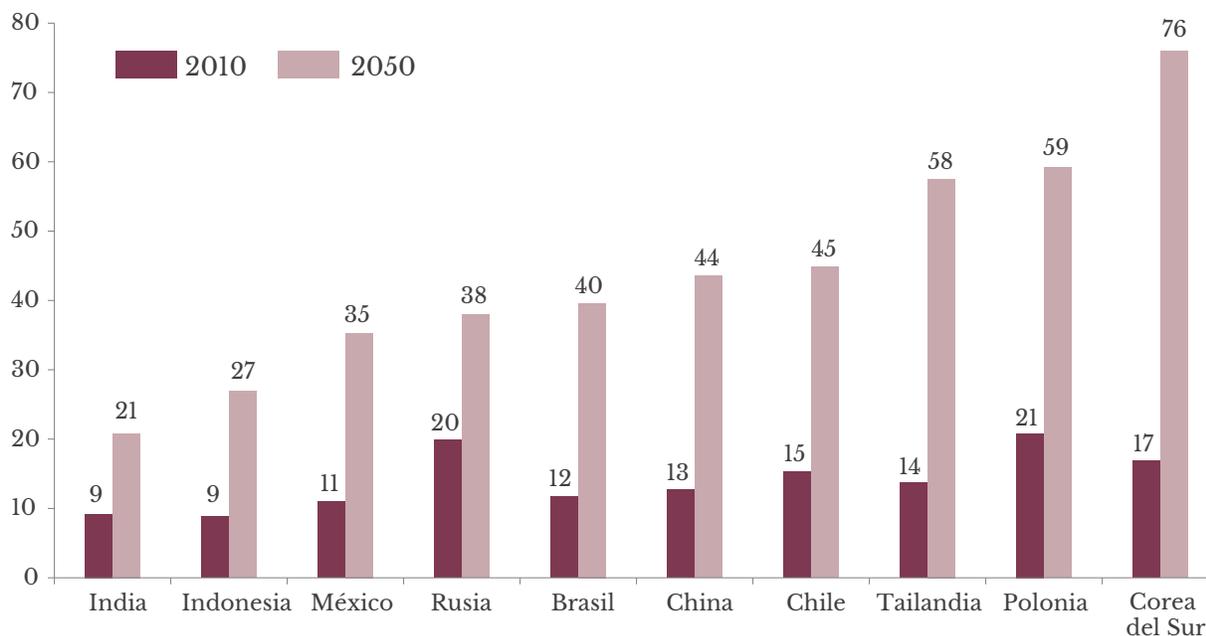
El objetivo fundamental de cualquier sistema de pensiones contributivo es proveer a sus afiliados de un adecuado ingreso durante la jubilación a un costo asequible. A medida que las actuales economías emergentes envejecen, lograr este objetivo se convertirá en un reto cada vez mayor. La fecundidad en declive

Hacia 2050, la tasa de dependencia de los adultos mayores respecto de los adultos en edad de trabajar estará en camino a duplicarse, triplicarse o incluso cuadruplicarse en las actuales economías emergentes.

y la longevidad en aumento se traducen directamente en un creciente índice de dependencia de los adultos mayores respecto de los adultos en edad de trabajar y, si los demás factores se mantienen constantes, un aumento del índice de dependencia senil a su vez se traduce directamente en un aumento de los costos de los sistemas previsionales de reparto. Hacia el año 2050, el índice de dependencia senil y junto con este la carga potencial para los trabajadores y contribuyentes, estará en camino a duplicarse, triplicarse e incluso cuadruplicarse en las actuales economías emergentes. (Ver Gráfico 2).

Mientras este cambio demográfico toma fuerza, es casi seguro que los sistemas de previsionales de capitalización serán capaces de lograr la misma tasa de reemplazo a

Tasa de dependencia senil: adultos mayores (de 65 años de edad o más) por cada 100 adultos en edad de trabajar (de 20 a 64 años de edad) en 2010 y 2050



Fuente: UN Population Division (2013)

GRÁFICO 2

Tasa de crecimiento anual promedio de la población en edad de trabajar (de 20 a 64 años de edad), por década, 1980-2040

	1980s	1990s	2000s	2010s	2020s	2030s	2040s
BRASIL	2.9%	2.4%	2.0%	1.2%	0.5%	0.0%	-0.4%
CHILE	2.6%	1.9%	1.7%	1.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
CHINA	2.9%	1.8%	1.6%	0.4%	-0.3%	-0.8%	-0.9%
INDIA	2.6%	2.4%	2.2%	1.7%	1.2%	0.8%	0.3%
INDONESIA	3.0%	2.6%	1.9%	1.6%	1.2%	0.4%	0.1%
MÉXICO	3.1%	3.1%	2.0%	1.8%	1.2%	0.4%	0.0%
POLONIA	0.6%	0.4%	0.8%	-0.6%	-0.9%	-0.7%	-1.8%
RUSIA	0.7%	0.1%	0.5%	-0.7%	-1.0%	-0.6%	-1.4%
COREA DEL SUR	2.9%	1.4%	0.8%	0.5%	-0.9%	-1.3%	-1.3%
TAILANDIA	3.6%	2.1%	1.3%	0.3%	-0.6%	-1.2%	-1.3%

Fuente: UN Population Division (2013)

TABLA 4

una menor tasa de contribución que la que podrían ofrecer los sistemas de pensiones de reparto; o, dicho de otra forma, una tasa de reemplazo más alta por la misma tasa de contribución. En eras de rápido crecimiento de la mano de obra y de los salarios, la tasa de crecimiento de la nómina, que determina el retorno de las contribuciones en un sistema previsional de reparto, puede exceder la tasa de retorno al capital, la cual determina el retorno de las contribuciones en un sistema de capitalización. Sin embargo, cuando la fuerza laboral crece más lentamente o se contrae, y cuando el crecimiento de los salarios se hace más lento, el sistema de capitalización resulta ventajoso.⁹ En las siguientes décadas, el

crecimiento de la fuerza laboral se desacelerará dramáticamente alrededor del mundo en desarrollo, a medida que el impacto de la reciente reducción en las tasas de fecundidad ascienda la escalera etaria. (Ver Tabla 4). Mientras tanto, al menos en las economías emergentes más desarrolladas económicamente en las que el potencial para dar enormes saltos en productividad ha sido agotado, el crecimiento en salarios será inevitablemente más lento, acercándose a los niveles del mundo desarrollado.

Para ilustrar la ventaja del modelo de capitalización en sociedades en proceso de envejecimiento, hemos proyectado las

9. En relación con la teoría sobre las tasas de retorno de reparto y de capitalización véase, entre otros, Paul A. Samuelson, "An Exact Consumption-Loan Model of Interest with and without the Social Contrivance of Money," *Journal of Political Economy* 66, no. 6 (Diciembre 1958); Henry J. Aaron, "The Social Insurance Paradox," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 32 (Agosto 1966); Horst Siebert, "Pay-As-You-Go versus Capital Funded Pension Systems: The Issues," Kiel Working Papers 816 (Kiel, Germany: Kiel Institute for the World Economy, 1997); Martin Feldstein y Jeffrey B. Liebman, "Social Security," en Alan J. Auerbach y Martin Feldstein, eds, *Handbook of Public Economics*, vol. 4 (Amsterdam: Elsevier B.V., 2002); y World Bank, *Averting the Old Age Crisis*.

A medida que las economías emergentes envejecen, los sistemas de capitalización podrán generar tasas de reemplazo más altas que las de los sistemas de reparto.

tasas de reemplazo del salario final en el año 2050 para los sistemas de reparto y de capitalización individual con costos equivalentes en tres países con futuros demográficos muy diferentes: la India (que experimentará un modesto envejecimiento poblacional), Chile (que experimentará un significativo envejecimiento poblacional) y Corea del Sur (que experimentará un dramático envejecimiento poblacional). Nótese que las proyecciones de las tasa de reemplazo son para sistemas de pensiones estilizados y no se refieren a los sistemas de pensiones existentes en ninguno de estos países. En los tres países, y tanto para los sistemas de reparto como para los sistemas de capitalización individual, se asume que la tasa de contribución es del 12.5 por ciento, que la vida laboral dura cuarenta años, y que los trabajadores se retiran a los 65 años de edad. Las diferencias en las proyecciones de tasas de reemplazo en la India, Chile y Corea del Sur se deben, por lo tanto, enteramente a las diferencias demográficas. Para las proyecciones del sistema de capitalización individual, en las cuales la esperanza de vida a la edad de 65 años es la única variable demográfica que afecta las tasas de reemplazo, estas diferencias son relativamente pequeñas. Para las proyecciones correspondientes a los sistemas de reparto, en las cuales las tasas de

reemplazo dependen adicionalmente de la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar, las diferencias son enormes.

Para cada uno de estos tres países, presentamos también las tasas de reemplazo bajo diferentes escenarios de crecimiento de salarios reales y de tasas de retorno reales. Para las proyecciones de los sistemas de capitalización individual ambas variables son relevantes. Mientras que una tasa de retorno real más alta aumenta la tasa de reemplazo de un sistema de capitalización individual, una tasa de crecimiento de salarios reales más alta la reduce. Si bien esta dinámica pasa a menudo desapercibida, es un hecho inmutable de la economía de la jubilación que, mientras más rápido crece el ingreso, más grande es la proporción de este que necesita ser ahorrada cada año para poder generar la misma tasa de reemplazo del salario final. Si bien las tasas de reemplazo de los sistemas de reparto no son afectadas por las tasas de retorno, estas varían con el crecimiento de los salarios reales, el cual en este caso empuja en la dirección contraria y aumenta las tasas de reemplazo. Las tasas de reemplazo de los sistemas de capitalización individual son proyectadas entonces bajo un rango de supuestos para ambas variables y presentadas como matrices. Las tasas de reemplazo de los sistemas de reparto son proyectadas bajo diferentes escenarios de crecimiento de los salarios reales y presentadas en una sola fila debajo de cada matriz de las tasas de reemplazo de los sistemas de capitalización individual. Las celdas sombreadas en las matrices indican la combinación de los supuestos de la tasa de retorno real y de crecimiento de salarios reales bajo los cuales el modelo de capitalización mostraría un mejor desempeño que el modelo de reparto considerando la demografía del país en cuestión. (Ver Tablas 5, 6 y 7).

India: Proyecciones Estilizadas de Tasas de Reemplazo

Tasas de reemplazo del sistema de capitalización individual en 2050 versus tasas de reemplazo del sistema de reparto asequibles, asumiendo la misma tasa de contribución del 12.5 por ciento*

		Tasa de Crecimiento del Salario Real					
		CAPITALI- ZACIÓN	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
Tasa de Retorno Real	3.0%		26%	31%	37%	44%	54%
	3.5%		29%	35%	42%	51%	63%
	4.0%		33%	40%	48%	59%	73%
	4.5%		38%	45%	55%	68%	84%
	5.0%		43%	52%	63%	78%	98%
	5.5%		49%	59%	72%	90%	114%
	6.0%		55%	68%	84%	105%	133%
REPARTO			78%	73%	68%	63%	58%

Supera a Reparto

*Las proyecciones del sistema de capitalización individual asumen una vida laboral de 40 años, una edad de jubilación de 65 años y comisiones administrativas equivalentes al 0.5 por ciento de los activos. Las proyecciones del sistema de reparto asumen una edad de jubilación de 65 años e indexación de precios de los actuales beneficios.

Fuente: Cálculos de GAI

TABLA 5

Consideremos primero a la India, con su alta tasa de fecundidad y su todavía joven demografía. Si bien está en proceso de envejecimiento, la India todavía mantendrá una población y fuerza laboral en rápido crecimiento en las siguientes décadas. Más aún, mientras migra el vasto reservorio de mano de obra subempleada del sector agrícola al más productivo sector manufacturero, es probable que el crecimiento del salario real sea alto, quizás incluso en el rango entre el 3 y el 5 por ciento, un desempeño alcanzado por muchas economías emergentes de Asia Oriental durante su periodo de crecimiento más acelerado. Bajo estas circunstancias, tal como muestra la Tabla 5, es probable que un

sistema previsional de reparto genere tasas de reemplazo más altas que un sistema de capitalización individual. Ciertamente, dada la joven demografía de la India, el crecimiento de salarios reales tendría que ser en promedio no mayor al 2.0 por ciento anual para que la ventaja se transfiera definitivamente al modelo de capitalización. A niveles más altos de crecimiento de los salarios, el sistema de capitalización individual pasaría dificultades para generar tasas de reemplazo adecuadas.

Ahora consideremos a Chile, cuya tasa de fecundidad más baja implica que el país experimentará un envejecimiento poblacional considerablemente mayor que la India y en

Chile: Proyecciones Estilizadas de Tasas de Reemplazo

Tasas de reemplazo del sistema de capitalización individual en 2050 versus tasas de reemplazo del sistema de reparto asequibles, asumiendo la misma tasa de contribución del 12.5 por ciento*

		Tasa de Crecimiento del Salario Real						
		CAPITALI- ZACIÓN	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	
Tasa de Retorno Real	3.0%		26%	29%	32%	35%	39%	Supera a Reparto
	3.5%		30%	34%	37%	41%	46%	
	4.0%		35%	39%	43%	48%	54%	
	4.5%		41%	46%	51%	57%	63%	
	5.0%		48%	53%	60%	67%	75%	
	5.5%		56%	62%	70%	78%	88%	
	6.0%		65%	73%	82%	92%	105%	
REPARTO			35%	33%	32%	30%	28%	

*Las proyecciones del sistema de capitalización individual asumen una vida laboral de 40 años, una edad de jubilación de 65 años y comisiones administrativas equivalentes al 0.5 por ciento de los activos. Las proyecciones del sistema de reparto asumen una edad de jubilación de 65 años e indexación de precios de los actuales beneficios.
Fuente: Cálculos de GAI

TABLA 6

donde es probable que el crecimiento de los salarios reales sea bastante menor. Como muestra la Tabla 6, puede esperarse que un sistema de capitalización individual genere tasas de reemplazo más altas que un sistema de reparto en casi todos los escenarios razonables. Si el crecimiento del salario real continúa creciendo en 2.0 por ciento en promedio, cerca del récord histórico en Chile en los últimos veinticinco años, la tasa de retorno real sobre las contribuciones tendría que caer por debajo del 3.0 por ciento, lo que muchos economistas consideran una tasa de retorno libre riesgo, para que el modelo de capitalización pierda su ventaja relativa.

Con un crecimiento del salario real de 2.0 por ciento y una tasa de retorno real del 4.5 por ciento, un supuesto estándar para un portafolio de bonos y acciones diversificado globalmente, la ventaja relativa sería enorme: una tasa de reemplazo del 51 por ciento en el sistema de capitalización individual versus una tasa de reemplazo del 32 por ciento en el sistema de reparto. Si el crecimiento del salario real fuera en promedio del 1.0 por ciento, una cifra más cercana al récord histórico de la mayoría de los demás países latinoamericanos, la ventaja del sistema de capitalización individual sería aún mayor: una tasa de reemplazo del 63 por ciento, más del doble de la tasa de reemplazo

Corea del Sur: Proyecciones Estilizadas de Tasas de Reemplazo

Tasas de reemplazo del sistema de capitalización individual en 2050 versus tasas de reemplazo del sistema de reparto asequibles, asumiendo la misma tasa de contribución del 12.5 por ciento*

		Tasa de Crecimiento del Salario Real					
		CAPITALI- ZACIÓN	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
Tasa de Retorno Real	3.0%		25%	28%	30%	34%	37%
	3.5%		29%	32%	36%	40%	44%
	4.0%		34%	38%	42%	46%	52%
	4.5%		40%	44%	49%	55%	61%
	5.0%		46%	52%	58%	65%	73%
	5.5%		54%	61%	68%	76%	86%
	6.0%		64%	71%	80%	90%	102%
	REPARTO		21%	20%	19%	18%	17%

Supera a Reparto

*Las proyecciones del sistema de capitalización individual asumen una vida laboral de 40 años, una edad de jubilación de 65 años y comisiones administrativas equivalentes al 0.5 por ciento de los activos. Las proyecciones del sistema de reparto asumen una edad de jubilación de 65 años e indexación de precios de los actuales beneficios.

Fuente: Cálculos de GAI

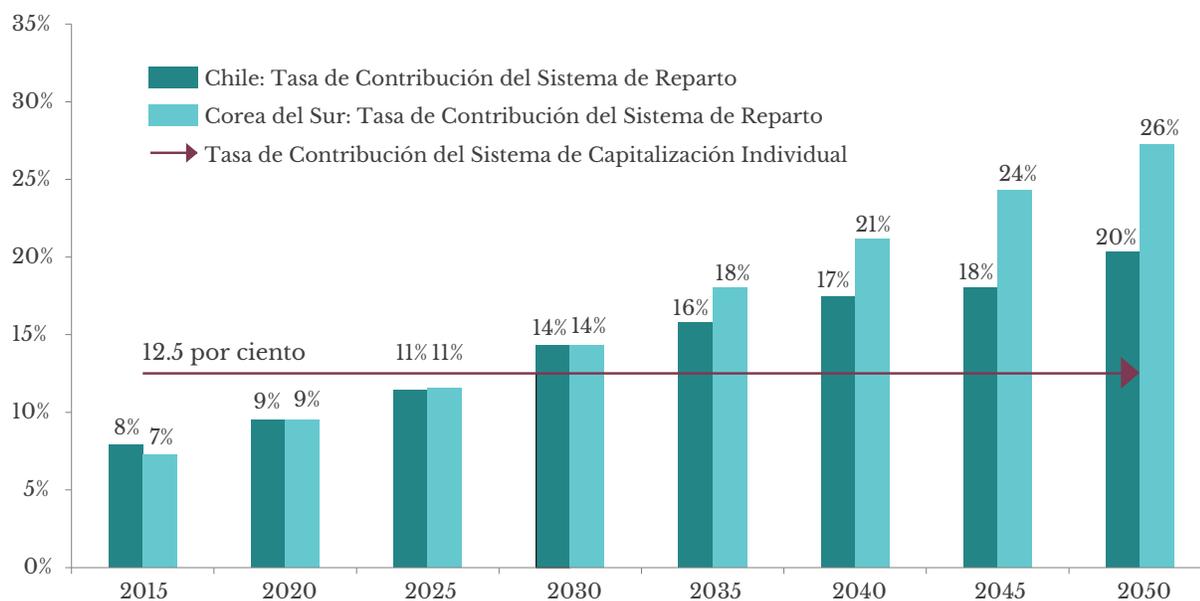
TABLA 7

del 28 por ciento que resultaría de un sistema de reparto. No es que Chile sea un caso inusual. El modelo de capitalización tendría una ventaja similar en muchas otras economías emergentes que enfrentan desafíos de envejecimiento similares; desde Brasil y México hasta Turquía, Tailandia y Vietnam.

Finalmente, consideremos a Corea del Sur, cuya enorme ola de envejecimiento y severa contracción de la población en edad de trabajar le da al modelo de capitalización una ventaja abrumadora. En este caso, tal como se muestra la Tabla 7, no hay ningún escenario razonable en el cual un sistema de capitalización individual

no podría generar tasas de reemplazo más altas que un sistema de reparto. Con un crecimiento del salario real del 2.0 por ciento y un 4.5 por ciento de tasa de retorno real, la tasa de reemplazo del sistema de capitalización individual sería del 49 por ciento, comparada con solo el 19 por ciento del sistema de reparto. Si el crecimiento del salario real es del 1.0 por ciento en promedio, lo cual no es inusualmente bajo para un país de ingresos altos, la tasa de reemplazo del sistema de capitalización individual sería 61 por ciento, más del triple de la tasa de reemplazo del 17 por ciento que podría generar el sistema de reparto. El modelo de capitalización podría

Tasas de contribución en el sistema de reparto requeridas en Chile y Corea del Sur para obtener la misma tasa de reemplazo que se obtiene con una tasa de contribución del 12.5 por ciento en el sistema de capitalización individual, 2015-2050*



*Las proyecciones del sistema de capitalización individual asumen un crecimiento de los salarios reales del 2.0 por ciento, una tasa de retorno real del 4.5 por ciento, una vida laboral de 40 años, una edad de jubilación de 65 años y comisiones administrativas equivalentes al 0.5 por ciento de los activos. Las proyecciones del sistema de reparto asumen un crecimiento de los salarios reales del 2.0 por ciento, una edad de jubilación de 65 años e indexación de precios de los actuales beneficios.

Fuente: Cálculos de GAI

GRÁFICO 3

obtener una ventaja similarmente abrumadora en otros Tigres Asiáticos, en los cuales la tasa de fecundidad ha caído tanto o más que en Corea del Sur. Su ventaja será casi tan grande en países de Europa Central y del Este, en los que la fecundidad es significativamente menor que la tasa de reemplazo y está generando un futuro de “hiper envejecimiento” y profundo declive demográfico.

Hasta ahora, nuestras comparaciones han asumido que las tasas de reemplazo generadas por los sistemas de reparto están restringidas a un monto asequible a una tasa de contribución del 12.5 por ciento. Sin embargo, ¿qué pasaría si, en vez de reducir beneficios, los sistemas

En economías emergentes con sistemas previsionales de reparto, puede que la única elección sea entre beneficios inadecuados y beneficios impagables.

de reparto recolectaran tasas de contribución al nivel necesario para igualar las tasas de reemplazo generadas por los sistemas de capitalización individual? Los sistemas de reparto podrían parecer asequibles cuando el número de contribuyentes sobrepasa ampliamente al de beneficiarios.

Pero a medida que los sistemas maduran y las poblaciones envejecen, las tasas de contribución necesarias para pagar los mismos beneficios se elevan considerablemente. En Chile, asumiendo un crecimiento del salario real del 2.0 por ciento y una tasa de retorno real del 4.5 por ciento, la tasa de contribución de un sistema de reparto tendría que alzarse hasta el 20 por ciento de la nómina para el año 2050 para igualar la tasa de reemplazo que podría ser generada por un sistema de capitalización individual con la invariada tasa de contribución del 12.5 por ciento. En Corea del Sur, la tasa de contribución del sistema de reparto tendría que incrementarse hasta el 26 por ciento de la nómina. (Ver Gráfico 3). En pocas palabras, la única opción para países que están envejeciendo rápidamente con sistemas previsionales de reparto quizás esté entre optar por beneficios que son inadecuados o beneficios que son impagables.

Algunos economistas podrían objetar que este análisis sobreestima la ventaja relativa de los sistemas de capitalización toda vez que es muy probable que la tasa de retorno del capital se reduzca a medida que las sociedades envejecen. Existen dos versiones de este argumento. La primera, que a veces es denominada “la hipótesis del deterioro del valor de los activos” (*asset meltdown*) sostiene que los precios de los activos caerán a medida que generaciones más numerosas en edad de retiro (y sus fondos de pensiones) intentan vender sus activos a las generaciones menos numerosas de trabajadores.¹⁰ Mientras que

la población que envejece reduce la tasa de retorno de los sistemas de reparto porque impulsa el aumento del índice de dependencia senil, también reduce la tasa de retorno de los sistemas de capitalización porque reduce los precios de los activos. Sin embargo, esto solo sería cierto en una economía cerrada. Con mercados financieros globales y abiertos, al menos en el futuro predecible, los jubilados en países más viejos y que crecen más lentamente siempre podrán encontrar en otras partes del mundo algunas generaciones más numerosas de trabajadores dispuestas a comprar sus activos. La segunda versión del argumento sostiene que mientras el PIB crece lentamente en sociedades que envejecen con fuerzas laborales estancadas o contrayéndose, la tasa de retorno del capital debería caer al unísono.¹¹ Después de todo, si no se reduce, el ingreso del capital eventualmente consumiría más que la totalidad del PIB. Sin embargo, esta restricción solo aplicaría si todo el retorno del capital se revierte constantemente año a año, algo que nunca ha ocurrido ni ocurrirá.

Los lectores se preguntarán cómo la diversificación global que los sistemas de capitalización permiten puede ser de utilidad si es que todo el mundo está envejeciendo. La explicación se encuentra en las diferencias en la velocidad y la oportunidad del envejecimiento global. Tal y como el término implica correctamente, casi la totalidad de países del mundo está destinado a experimentar un cambio hacia un crecimiento poblacional más lento y una

10. Véase, entre otros, Sylvester J. Schieber y John B. Shoven, “The Consequences of Population Aging on Private Pension Fund Saving and Asset Markets,” Working Paper no. 4665 (Cambridge, MA: NBER, 1994); James M. Poterba, “Demographic Structure and Asset Returns,” *The Review of Economics and Statistics* 83, no. 4 (Noviembre 2001); y Kyung-Mook Lim y David N. Weil, “The Baby Boom and the Stock Market Boom,” *The Scandinavian Journal of Economics* 105, no. 3 (Septiembre 2003).

11. Dean Baker, J. Bradford DeLong y Paul R. Krugman, “Asset Returns and Economic Growth” y N. Gregory Mankiw y William D. Nordhaus, “Comments,” *Brookings Papers on Economic Activity*, no.1 (2005).

estructura etaria más vieja. Esto no significa, sin embargo, que el mundo está convergiendo demográficamente. La mayoría de los países más jóvenes de la actualidad (como aquellos en África Subsahariana y en Asia Meridional) deben experimentar el menor nivel de envejecimiento. La mayoría de los países más viejos de la actualidad (como aquellos en Europa y Asia Oriental) deben experimentar el envejecimiento más agudo. En consecuencia, el mundo verá una creciente divergencia o dispersión en resultados demográficos en las próximas décadas. Durante los años sesenta, el 99 por ciento de la población mundial vivía en naciones que crecían a una tasa entre +0.5 por ciento y +3.5 por ciento anual. Hacia la década de 2030, este intervalo del 99 por ciento se extenderá en naciones que crecerán entre -1.0 por ciento y +3.5 por ciento anual. Para entonces, la mayoría de naciones crecerá más lentamente y, de hecho, muchas se contraerán; pero algunas todavía crecerán a un ritmo galopante de 3 por ciento o más por año. En los años sesenta, el 99 por ciento de la población mundial vivía asimismo en países con una edad mediana entre 15 y 36 años. Hacia la década de 2030, dicho intervalo del 99 por ciento se extenderá entre los 18 y los 54 años.¹² Una vez más, la tendencia es hacia una creciente diversidad demográfica.

Por supuesto, es posible que las tasas de retorno del capital sean menores en el futuro de lo que han sido en el pasado. Ciertamente, con el mundo inundado de ahorros excesivos, esta proyección parece enteramente posible, al menos en el corto plazo. Sin embargo al mismo tiempo, es difícil creer que la tasa de retorno global del

capital será, en el largo plazo, menor que la tasa de crecimiento de la nómina laboral en países que están envejeciendo rápidamente y con fuerzas laborales estancadas o contrayéndose. Al contrario, es probable que sea considerablemente más alta.

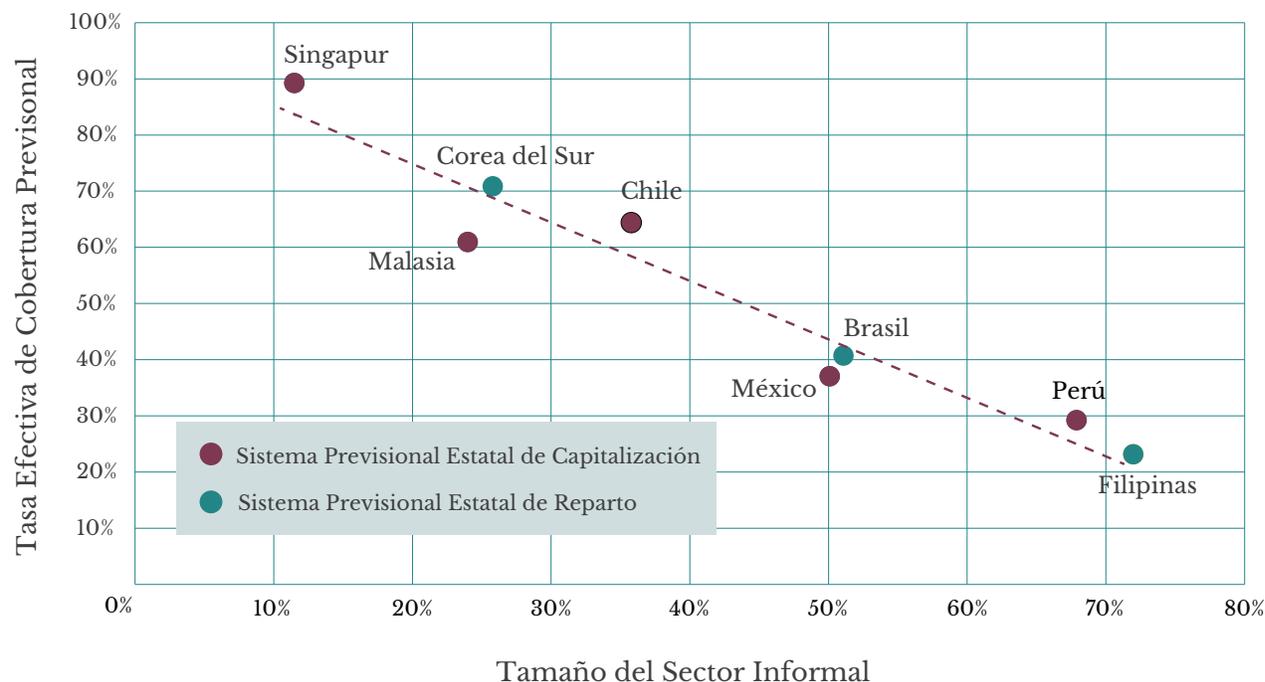
PROTECCIÓN CONTRA LA POBREZA

Además de permitir a los trabajadores diferir hasta su jubilación la recepción de parte del ingreso que generan durante sus años de trabajo, lo que los economistas llaman “suavización del consumo en el ciclo de vida”, los sistemas de retiro también sirven para lograr otro objetivo de política pública crucial: proteger a los trabajadores contra la pobreza en la vejez. Las economías emergentes alrededor del mundo deben luchar contra el mismo problema: los trabajadores en el sector informal suelen no contribuir al sistema de pensión estatal, e incluso cuando contribuyen, lo hacen irregularmente, lo que significa que los beneficios que reciben probablemente sean insuficientes.

A primera vista, uno podría suponer que los sistemas previsionales de capitalización, y especialmente los sistemas de capitalización individual, son más efectivos en promover una amplia participación que los sistemas de reparto. Siendo que los beneficios pagados son directamente proporcionales a las contribuciones realizadas, y dado que los saldos de las cuentas son de propiedad personal, los trabajadores deberían ser menos propensos a considerar estas contribuciones como un impuesto. Muchos de los primeros promotores de las cuentas

12. Estos cálculos se basan en *World Population Prospects: The 2006 Revision* (New York: UN Population Division, 2007). Véase Richard Jackson y Neil Howe, *The Graying of the Great Powers: Demography and Geopolitics in the 21st Century* (Washington, DC: CSIS, 2008).

Tasa efectiva de cobertura previsional y tamaño del sector informal* en el año más reciente sobre el que existe información disponible



*El sector informal es definido como el empleo informal como proporción del empleo total no agrícola. Fuente: Donghyun Park, ed., *Pension Systems and Old-Age Income Support in East and Southeast Asia* (Manila: Asian Development Bank, 2012), 114 y 129; *World Social Protection Report 2014/15* (Geneva: ILO, 2014), 270; AIOS Statistical Bulletin (2012); *Is Informal Normal?* (París: OECD, 2009), 34-35; Friedrich Schneider, "The Shadow Economy and Work in the Shadow," IZA Discussion Paper no. 6423 (Bonn: Institute for the Study of Labor, Marzo 2012), 55; Melisa R. Serrano, ed., *Between Flexibility and Security* (Jakarta: ASEAN Services Employees Trade Unions Council, 2014), 60 y 108; y autoridades previsionales y oficinas de estadística nacionales.

GRÁFICO 4

personales durante los años ochenta y noventa, incluyendo aquellos en el Banco Mundial, creían que los incentivos inherentes a los sistemas de capitalización individual podrían ser especialmente importantes en países latinoamericanos, en donde la confianza en el gobierno ha sido históricamente baja y el cumplimiento con el pago de impuestos ha resultado difícil de hacer cumplir.

Lamentablemente, la implementación de estos sistemas no obtuvo dichos resultados. Existe escasa evidencia convincente de que los

sistemas previsionales de capitalización han aumentado la participación en las economías emergentes que los han adoptado. Sin embargo es igualmente importante anotar que existe escasa evidencia convincente de que estos sistemas hayan reducido la participación. Lo cierto es que cuando la informalidad del mercado laboral es alta y la confianza en el gobierno es baja, ningún sistema de pensiones contributivo, sea como esté estructurado y financiado, puede lograr algo cercano a la cobertura universal. En todo el mundo en desarrollo, el nivel de cobertura previsional

Cuando las economías emergentes tienen grandes sectores informales, ningún sistema previsional contributivo puede lograr una cobertura universal.

está fuertemente correlacionado con el tamaño del sector informal. (Ver Gráfico 4). Corea del Sur y Malasia tienen sectores formales relativamente grandes y tasas de cobertura previsional relativamente altas. El hecho de que la primera tenga un sistema previsional de reparto y la segunda tenga un sistema de capitalización parece no crear grandes diferencias. Filipinas y Perú tienen sectores formales relativamente pequeños y tasas de cobertura previsional relativamente bajas. Una vez más, parecería que el hecho de que el primer país tenga un sistema previsional de reparto y el segundo tenga un sistema de capitalización no genera grandes diferencias.

No es una sorpresa entonces que el problema de la cobertura sea especialmente grave entre los que ganan salarios bajos. Un estudio concluyó que en Brasil la tasa del contribuyente activo en el 2002 era de 17 por ciento para el quintil de ingreso más bajo, pero de 67 por ciento para el quintil de ingreso más alto. En México, dicha tasa era de 10 por ciento para el quintil más bajo, pero de 56 por ciento para el más alto, mientras en Chile era de 40

por ciento para el quintil más bajo pero de 70 por ciento para el más alto.¹³ Otros estudios han encontrado que la tasa del contribuyente activo en América Latina es también más baja para las mujeres que para los hombres, para los trabajadores más jóvenes que para los mayores, para los trabajadores de empresas pequeñas que para los trabajadores en empresas grandes y para trabajadores independientes, quienes están completamente exentos de realizar contribuciones obligatorias en muchos países, que para los trabajadores dependientes asalariados.¹⁴ Nótese que la “tasa del contribuyente activo” se refiere a la proporción de los trabajadores que contribuyen con el sistema previsional en un determinado año. Las “tasas de afiliación”, que se refieren a la proporción de trabajadores inscritos en el sistema de pensiones, suelen ser bastante más altas. El problema en la mayoría de países no es entonces una falta de cobertura previsional en sí misma, si no la falta de cobertura previsional consistente.

Los gobiernos están muy conscientes del problema y, a través de los años, han intentado abordarlo de distintas maneras. La mayoría de sistemas previsionales de América Latina, sean de reparto o de capitalización tienen un mínimo de beneficios garantizados que supuestamente proveen un mínimo de protección contra la pobreza en la vejez. Pero estas garantías por supuesto no hacen nada para ayudar a aquellos trabajadores que no contribuyen en absoluto con el sistema previsional. Tampoco hacen mucho para ayudar a quienes contribuyen, toda vez que

13. Rafael Rofman y Leonardo Lucchetti, “Pension Systems in Latin America: Concepts and Measurements of Coverage,” Social Protection Discussion Paper no. 0616 (Washington, DC: World Bank, Noviembre 2006).

14. Kritzer, Kay y Sinha, “Next Generation of Individual Account Pension Reforms in Latin America.”

la elegibilidad para los beneficios subsidiados requiere generalmente veinte o veinticinco años de contribuciones. Según un estudio, más de la mitad de todos los afiliados en el sistema de capitalización individual de México están en camino a alcanzar la edad de retiro con saldos en cuenta que necesitarían ser complementados para alcanzar el nivel mínimo de beneficios garantizados. Sin embargo, siendo que el 85 por ciento de los afiliados contribuyen menos de la mitad del tiempo, muy pocos calificarán para la garantía.¹⁵

Una pensión social es una necesidad social.

Lo que todo esto subraya es que, cualquiera que sea el tipo de sistema previsional contributivo que tengan, las economías emergentes con grandes sectores informales también necesitan una “pensión social” no contributiva para asegurar una efectiva protección contra la pobreza en la vejez. La disponibilidad de beneficios no-contributivos quizás dificulte en alguna medida los esfuerzos por fomentar la participación de más trabajadores en el sistema previsional contributivo. Pero este desincentivo puede ser minimizado, como Chile lo ha hecho en su nueva “Pensión Básica Solidaria de Vejez”, al establecer beneficios no contributivos a un nivel relativamente bajo y al reducirlos gradualmente a medida que se perciben los beneficios contributivos. En todo caso, una mínima protección contra la pobreza

en la vejez es una necesidad social. Entre el 2000 y el 2013, un número extraordinario de dieciocho países en América Latina y el Caribe establecieron algún tipo de pensión social. Algunos de los nuevos sistemas pagan un beneficio universal y de cuantía fija a todos los adultos mayores, mientras que otros son más restrictivos y solo pagan beneficios a los adultos mayores que no estaban cubiertos por el sistema previsional contributivo o a los que tienen un ingreso que cae por debajo de algún criterio de pobreza.¹⁶ El apremio por establecer pensiones sociales no se limita a América Latina. El movimiento está alcanzando al resto del mundo en desarrollo, desde África Subsahariana hasta Asia Oriental, en donde Malasia, Corea del Sur, Tailandia y Vietnam recientemente han establecido o expandido sistemas previsionales no contributivos.

El sistema de jubilación en países con un sistema de capitalización individual puede ser tan progresivo como se desea.

Usualmente se asume que países con sistemas previsionales estatales de beneficio definido pueden obtener en general una mayor progresividad en sus sistemas de retiros que los países con sistemas de capitalización individual, toda vez que los sistemas de beneficio definido pueden redistribuir el ingreso a través de fórmulas de beneficio progresivas, mientras que los sistemas de

15. Tapen Sinha y Maria de los Angeles Yañez, “A Decade of Government-Mandated Privately Run Pensions in Mexico: What Have We Learned?” en Stephen J. Kay y Tapen Sinha, eds., *Lessons from Pension Reform in the Americas* (New York: Oxford University Press, 2008).

16. Kritzer, Kay y Sinha, “Next Generation of Individual Account Pension Reforms in Latin America.”

capitalización individual no pueden hacerlo. Sin embargo esto no es necesariamente cierto. Incluyendo un piso de protección mínima, el sistema de jubilación en países con sistemas de capitalización individual puede hacerse tan progresivo como se desee. Para construir un sistema más progresivo, los diseñadores de política pública podrían simplemente diseñar un piso de protección mínima más alto. Si se desea también un grado de progresividad para trabajadores de ingreso medio, es posible implementar mecanismos más sofisticados, como establecer contribuciones gubernamentales paralelas en las cuentas personales que sean gradualmente reducidas en niveles más altos de ingresos.

En todo caso, la tendencia en los años recientes ha sido despojar a los sistemas previsionales de reparto de sus elementos redistributivos. Si bien muchos países desarrollados aún tienen sistemas tradicionales de beneficio definido con fórmulas de beneficios progresivas, un número creciente está transitando a cuentas nocionales de aportación definida, en las cuales, tal como sucede en los sistemas de capitalización individual, los beneficios pagados reflejan precisamente el tamaño y oportunidad de las contribuciones pagadas. En cuanto a la redistribución, esta está manejada a través de beneficios de cuantía fija en un primer tramo, suplementos en función de los recursos (*means-tested*), y/o con un sistema impositivo progresivo sobre los beneficios.

Cuando se trata de cómo estructurar los sistemas de jubilación para alcanzar el doble objetivo de reemplazar el ingreso y brindar protección contra la pobreza, el estado del arte en la reforma de los sistemas de reparto es sorprendentemente similar a la práctica en la reforma de los sistemas de capitalización. Suecia tiene cuentas nocionales de aportación definida en respaldadas por

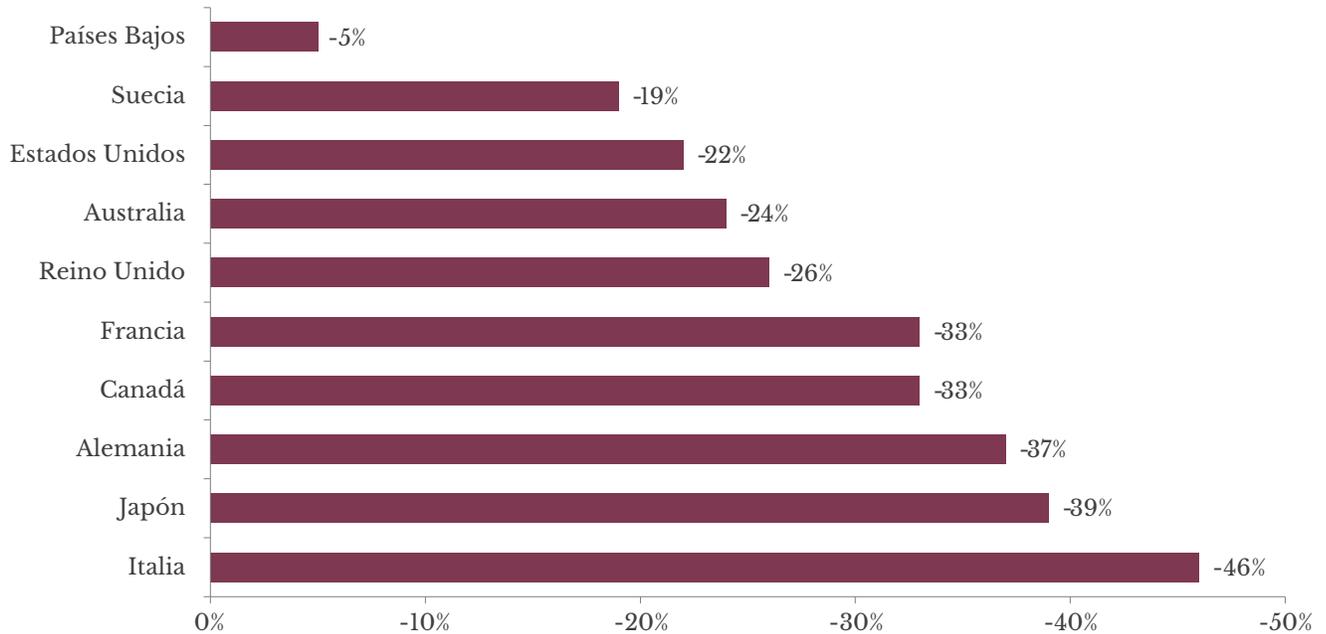
suplementos en función de los recursos, mientras que Chile tienen sus cuentas capitalizadas de contribución definida respaldadas por una pensión social. La única distinción importante es que, siendo que las cuentas de Chile son capitalizadas, es probable que generen mayores retornos para las contribuciones de los trabajadores.

RIESGO DE MERCADO Y RIESGO POLÍTICO

Ciertamente, los sistemas de capitalización individual como el de Chile son algunas veces criticados porque someten los beneficios previsionales a las subidas y bajadas de los mercados financieros, mientras que los sistemas de cuentas nocionales como el de Suecia no lo hacen. Sin embargo, los economistas están generalmente de acuerdo en que el riesgo del mercado puede ser minimizado a través de regulaciones que requieren a los trabajadores mantener una adecuada diversificación en sus portafolios y trasladarse hacia activos de renta fija a edades más avanzadas. El modelo multi-fondo que ahora ha sido adoptado en Chile, Colombia, México y Perú se mueve en la dirección de dicha colocación del portafolio asociada al ciclo de vida. Los gobiernos podrían también alentar fondos indexados de amplia base. En el aspecto regulatorio, incluso podrían requerir que todos los activos previsionales deban ser invertidos en un número limitado de estos fondos.

El riesgo de mercado de un sistema previsional de capitalización, por supuesto, nunca puede ser completamente eliminado. Pero tampoco puede eliminarse el “riesgo político” de un sistema previsional de reparto; es decir el riesgo de que futuros políticos reduzcan los beneficios prometidos. Este riesgo crecerá sostenidamente en tanto las poblaciones envejecen y el costo de pagar los beneficios prometidos aumenta.

Reducción porcentual acumulada en los beneficios previsionales de reparto vigentes para adultos mayores (de 60 años de edad o más) relativa a los beneficios del “arreglo actual”*, 2010-2040



*Las proyecciones de beneficios “arreglo actual” asumen que la edad de jubilación y las tasas de reemplazo no cambian en el futuro.

Fuente: Richard Jackson, *Lessons from Abroad for the U.S. Entitlement Debate* (Washington, DC: CSIS, 2013)

GRÁFICO 5

Más aún, a diferencia del riesgo del mercado, no existe ninguna estrategia probada para minimizar el riesgo político.

Para encontrar evidencia de esto, no necesitamos buscar más que los cortes en los niveles relativos de beneficios a los que se enfrentan los futuros jubilados en muchos sistemas previsionales estatales de reparto. Confrontados con proyecciones que muestran que el envejecimiento de la población ejercerá una presión en ascenso implacable sobre los presupuestos públicos, un número creciente de gobiernos en países desarrollados han aprobado reformas que reducen la futura generosidad de la

provisión estatal de jubilación. En algunos países, estas reducciones son muy grandes. Comparado con un hipotético escenario basado en el “arreglo actual” en el cual las tasas de reemplazo actuales y las edades de retiro se mantienen iguales, el costo

A diferencia del riesgo de mercado en los sistemas de capitalización, no existe una estrategia probada para minimizar el riesgo político en los sistemas de reparto.

total de los beneficios previsionales estatales bajo la legislación actual en Suecia y Estados Unidos deberá recortarse aproximadamente en una quinta parte para el año 2040. Mientras tanto, los beneficios previsionales estatales bajo la legislación actual en Canadá y Francia deberán recortarse en un tercio por debajo de los niveles del arreglo actual para el 2040. En Alemania y Japón, los beneficios se deberán recortar en aproximadamente dos quintas partes por debajo del nivel del arreglo actual y en Italia deberán recortarse en aproximadamente la mitad.¹⁷ (Ver Gráfico 5).

No solamente los gobiernos de países desarrollados están recortando la generosidad de sus sistemas de pensiones de reparto. Corea del Sur, que estableció en un momento poco oportuno su Sistema Nacional de Pensiones en 1988, apenas antes de que su tasa de nacimientos colapse, ya ha recortado

Muchos países con sistemas previsionales de reparto han implementado cortes profundos en la generosidad futura de la jubilación brindada por el Estado.

las tasas de reemplazo prometidas del 70 al 40 por ciento, y dado que el sistema aún enfrenta amplios déficits de largo plazo, definitivamente tendrán que ser nuevamente recortadas.¹⁸ En China, que también enfrenta

un reto de envejecimiento enorme, las tasas de reemplazo promedio en el Sistema Previsional Básico están cayendo precipitadamente, en gran parte porque las contribuciones a la segunda escala de cuentas nocionales del sistema obtienen por diseño una tasa de retorno que está muy por debajo de la tasa de crecimiento de los salarios.¹⁹ Mientras tanto, en Brasil, una larga serie de reformas de recorte de costos que comenzaron hacia el final de los años noventa han reducido progresivamente la generosidad de los sistemas de pensiones RGPS y RPPS, los cuales cubren a los empleados del sector privado y público, respectivamente. Sin embargo dado que aún se proyecta que el gasto total en pensiones estatales en Brasil se duplique como porcentaje del PIB para el año 2050, existen pocas dudas de que pronto se necesitarán reformas adicionales.²⁰

Para ser justos, los sistemas previsionales de capitalización no son inmunes al riesgo político. Para empezar, las políticas de gobierno pueden prevenir sistemáticamente que los participantes del sistema de pensiones obtengan una tasa de retorno de mercado sobre sus ahorros. Dichas políticas de “represión financiera” pueden tomar muchas formas, entre ellas establecer tasas de interés artificialmente bajas, restringir la inversión en valores extranjeros, y requerir que las contribuciones se dirijan a proyectos gubernamentales de “inversión social”. En un extremo, como ocurrió recientemente en Argentina, Polonia, y Hungría, los

17. Richard Jackson, *Lessons from Abroad for the U.S. Entitlement Debate* (Washington, DC: CSIS, 2014).

18. Neil Howe, Richard Jackson y Keisuke Nakashima, *The Aging of Korea: Demographics and Retirement Policy in the Land of the Morning Calm* (Washington, DC: CSIS, 2007).

19. Richard Jackson, Keisuke Nakashima y Neil Howe, *China's Long March to Retirement Reform: The Graying of the Middle Kingdom Revisited* (Washington, DC: CSIS, 2009).

20. OECD, *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators* (Paris: OECD, 2013).

gobiernos pueden incluso cerrar los sistemas previsionales de capitalización y desviar sus capitales para cubrir los gastos corrientes gubernamentales, sea para cumplir con los compromisos previsionales de reparto u otro propósito general de gasto.

Sería perverso, sin embargo, concluir que el hecho de que los sistemas de capitalización no pueden eliminar todo el riesgo político, los hace iguales a los sistemas de reparto, en los cuales el riesgo político es endémico. Si bien ocasionalmente los gobiernos no han respetado los derechos de propiedad en los sistemas de capitalización, en los sistemas de reparto no existen derechos de propiedad y los beneficios son completamente contingentes a un contrato social que puede ser reescrito en cualquier momento. Más aún, mientras el riesgo político en sistemas de reparto es principalmente resultado de cambios demográficos inexorables que amenazan su sostenibilidad a largo plazo, en los sistemas de capitalización el riesgo político es principalmente causado por exigencias fiscales en el corto plazo que los convierten en objetivos tentadores para gobiernos desprovistos de efectivo. Ciertamente, este fue el caso en Argentina, que nacionalizó su sistema de capitalización individual durante la reciente crisis financiera global. Este también fue el caso en Hungría y Polonia, en donde la necesidad de los gobiernos por contar con efectivo fue agudizada por las reglas contables de la Unión Europea, que incluye a los déficits a corto plazo asociados a la transición al sistema de capitalización individual en los límites de déficit y deuda establecidos en el Tratado de Maastrich,

pero no así a las obligaciones a largo plazo no financiadas de los sistemas de reparto.²¹ El fracaso de aislar del riesgo político a los sistemas previsionales de capitalización no es un argumento en contra de la capitalización. Por el contrario, es un argumento a favor de fortalecer los derechos de propiedad y hacer más coherentes las reglas de contabilidad.

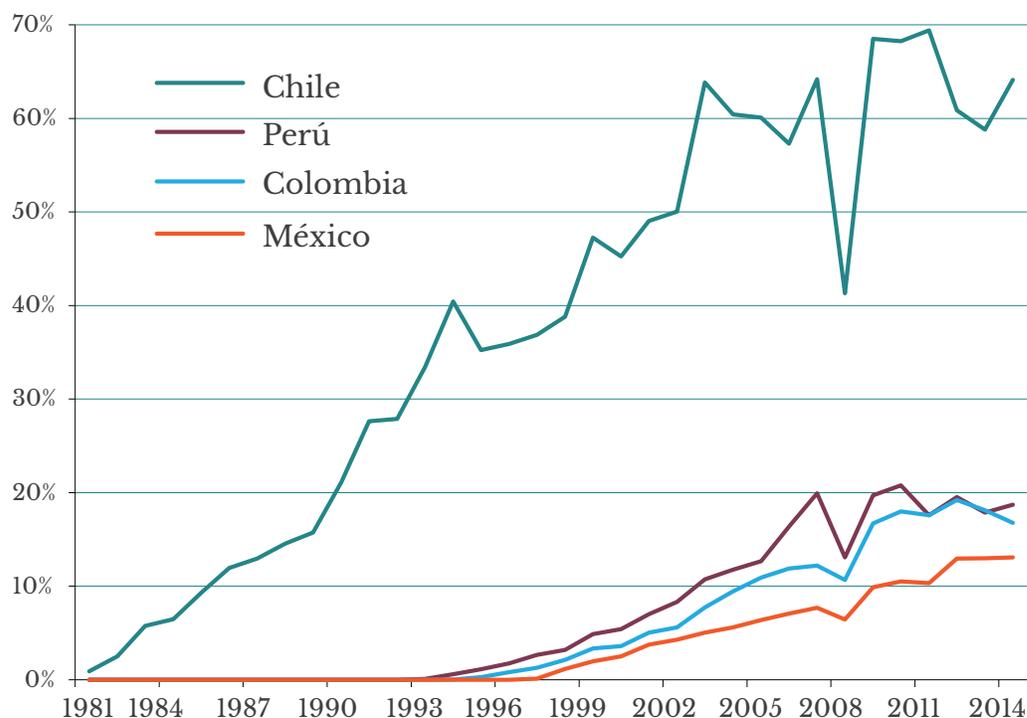
LA ECONOMÍA EN GENERAL

Más allá de los potenciales beneficios de la capitalización para los individuos, también existen potenciales beneficios para la economía en general. Para empezar, los sistemas previsionales de capitalización pueden ayudar a las economías emergentes a cumplir con sus metas de desarrollo mientras sus poblaciones son todavía jóvenes y están en crecimiento. Está claramente establecido que mercados de capitales que funcionen adecuadamente son fundamentales para un desarrollo exitoso. Está asimismo claramente establecido que los sistemas previsionales de capitalización pueden jugar un rol importante en ampliar y profundizar los mercados de capitales, como lo han hecho en Estados Unidos y muchos otros países desarrollados. En tanto los fondos de pensiones de un país crecen, lo hace también el tamaño y la

Los sistemas previsionales de capitalización pueden cumplir un rol importante en ampliar y profundizar los mercados de capitales.

21. Stephen J. Kay, "Political Risk and Pension Reform in Latin America and Central and Eastern Europe," informe preparado para la reunión ISA/FLASCO, Buenos Aires, 23-25 de julio de 2014.

Activos de los sistemas de capitalización individual como porcentaje del PIB, 1981-2014



Fuente: Estadísticas Históricas del FIAP (Diciembre 2014)

GRÁFICO 6

liquidez de sus mercados de capitales. Con la administración profesional de los fondos surge también una mayor responsabilidad, transparencia, y retornos de largo plazo.²²

No hay duda de que la creación de sistemas previsionales de capitalización ha contribuido significativamente al desarrollo de los mercados de capitales de América Latina. En 2014, los capitales administrados en Chile ascendían al 64 por ciento del PIB, y si bien los fondos de pensiones son todavía muchos

más pequeños en otros países, están creciendo rápidamente. (Ver Gráfico 6). Los sistemas han dado un enorme estímulo a los mercados de bonos domésticos, particularmente a los mercados de bonos gubernamentales, extendiendo su madurez e incentivando la introducción de nuevos valores como bonos indexados a la inflación en México y “bonos de reconocimiento” comercializables en Chile. Asimismo, han contribuido a incrementar la capitalización del mercado de valores, aun cuando en muchos países estos mercados

22. Véase, entre otros, Juan Yermo, “Pension Reform and Capital Market Development,” Background Paper for Regional Study on Social Security Reform no. 30486 (Washington, DC: World Bank, 2004); Channarith Meng y Wade Donald Pfau, “The Role of Pension Funds in Capital Market Development,” GRIPS Discussion Paper no. 10-17 (Tokyo: National Graduate Institute for Policy Studies, Octubre 2010); y Ratna Sahay et al., “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets,” IMF Staff Discussion Notes no. 15/8 (Washington, DC: IMF, Mayo 2015).

aún permanecen altamente concentrados. Mientras tanto, los mercados de seguros han crecido substancialmente, debido a que en la mayoría de países con sistemas de capitalización individual se requiere a los gestores de los fondos previsionales que adquieran seguros de discapacidad y sobrevivencia para los afiliados. También ha habido otros beneficios, incluyendo mercados de bonos hipotecarios más amplios, mejores agencias de calificación de créditos, y una mejor gobernanza corporativa.

A medida que las sociedades envejecen, los sistemas previsionales de capitalización pueden aliviar la presión sobre los presupuestos gubernamentales y ayudar a mantener el ahorro y la inversión.

En el largo plazo, los sistemas previsionales de capitalización pueden reducir la presión sobre los presupuestos públicos y ayudar a mantener adecuadas tasas de ahorro e inversión a medida que las economías emergentes envejecen. Sin embargo, el que los países obtengan estos beneficios dependerá de cómo los sistemas son estructurados y financiados. Los sistemas que se financian enteramente con nuevas contribuciones de trabajadores (“*add on*”) seguramente aumentarán los ahorros nacionales, aunque parte del incremento en ahorros dentro del nuevo sistema previsional de capitalización tal vez sea contrarrestado por una reducción en otros tipos de ahorro.

Los sistemas financiados con contribuciones de trabajadores que son desviadas de un sistema de reparto previamente existente (“*carve out*”) quizás también aumenten los ahorros nacionales, pero solo si el gobierno contrarresta las pérdidas de ingresos aumentando los impuestos o recortando otros gastos. Después de todo, al mismo tiempo que las contribuciones son desviadas el gobierno debe continuar pagando los beneficios a los actuales jubilados, así como también los beneficios ya devengados por trabajadores actuales cuando se retiren. Si los nuevos ahorros privados que se están acumulando en el sistema previsional de capitalización son contrarrestados por un aumento equivalente de la deuda gubernamental, puede ser que los beneficios de la reforma en el nivel macro no se materialicen. El gasto de los sistemas de reparto podría reducirse, pero en el largo plazo los costos del servicio de la deuda crecerán. Si bien los participantes en el sistema previsional de capitalización podrían disfrutar los beneficios de retornos más altos, la sociedad en su conjunto podría no beneficiarse.

Mientras más grandes las obligaciones no financiadas de un sistema previsional de reparto, el denominado problema de la doble carga será más abrumador.

Mientras más grandes sean las obligaciones no financiadas del sistema previsional de reparto, el denominado problema de la doble carga será más abrumador. Cuando los países

mantienen generosos sistemas previsionales maduros, como en el caso de buena parte del mundo desarrollado, es posible que los costos de transición sean casi imposibles de cubrir. Cuando los países tienen sistemas previsionales inmaduros y/o economías en rápido crecimiento, como en el caso de muchas economías emergentes, es posible que la transición sea más manejable. Sin embargo, las economías emergentes que han pagado completamente la transición hacia un sistema previsional de capitalización parecen ser más la excepción que la regla. Mientras que el impacto de las reformas hacia la capitalización individual en los mercados de capitales de América Latina ha sido casi uniformemente positiva, el impacto en los ahorros nacionales no lo ha sido. En Chile, la reforma estimuló los ahorros nacionales y consecuentemente la inversión y el desarrollo económico. El gasto público en lo que quedó del sistema previsional de reparto se ha reducido sostenidamente desde la mitad de los años ochenta y continuará haciéndolo en las décadas siguientes. Al mismo tiempo, el

gobierno ha obtenido grandes superávits que han contrarrestado el ingreso público que se perdió cuando las contribuciones previsionales fueron desviadas hacia el sistema previsional de capitalización individual. La experiencia chilena, sin embargo, no parece haberse repetido en otros países de América Latina, en donde las reformas se han financiado largamente con deuda pública.²³

En síntesis, obtener todos los beneficios de la reforma al nivel macro requiere una disciplina fiscal con la que muchas economías emergentes hoy en día no cuentan. Sin embargo, sigue siendo un hecho que los sistemas previsionales de capitalización tienen el potencial de reducir cargas fiscales y aumentar ahorros nacionales, mientras que es asimismo cierto que los sistemas de reparto conducen a aumentar las tasas de contribución, incrementar las cargas fiscales y reducir los ahorros nacionales a medida que las sociedades envejecen. Eso, o los beneficios previsionales tendrán que ser recortados, socavando la idoneidad de los sistemas de jubilación. ►

23. Véase, entre otros, Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel, "Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile," en International Federation of Pension Fund Administrators (FIAP), ed., *Pension Reform: Results and Challenges* (Santiago: FIAP, 2003); y Andrew A. Samwick, "Is Pension Reform Conducive to Higher Saving?" *The Review of Economics and Statistics* 82, no. 2 (Mayo 2000).

capítulo tres

DESAFÍOS PARA EL DISEÑO DE SISTEMAS DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL

Si bien los sistemas previsionales de capitalización presentan importantes ventajas potenciales respecto de los sistemas de reparto en sociedades en proceso de envejecimiento, es posible que no puedan cumplir su promesa de brindar mayor seguridad en la jubilación si son pobremente diseñados. Tasas de contribución inadecuadas, altas comisiones administrativas, regulaciones excesivamente restrictivas para la colocación del portafolio, edades de retiro tempranas o la falta de provisión para la conversión a renta vitalicia de los saldos en cuenta pueden socavar la idoneidad del sistema de capitalización individual. Existen también otras opciones de diseño, que incluyen decidir si los capitales deberían ser administrados por el sector público o privado y cuánta discreción se les otorga a los participantes individuales sobre las decisiones de inversión. En este capítulo consideramos algunos de los desafíos más cruciales para el diseño de los sistemas de capitalización individual, empezando por el más básico: si debería ser obligatorio o voluntario.

SISTEMAS OBLIGATORIOS VS. VOLUNTARIOS

El gobierno tiene un profundo interés en asegurar que las personas se preparen adecuadamente para la ancianidad, al menos para prevenir que se conviertan en “*free riders*” de la red de seguridad social. Siendo que los sistemas previsionales de capitalización están diseñados para substituir total o parcialmente a los sistemas estatales previsionales de reparto obligatorios, los sistemas de capitalización también deberían ser obligatorios. Los sistemas de capitalización obligatorios pueden generar tasas de participación mucho más altas que los voluntarios, lo cual es positivo para la equidad social. Asimismo, son mucho más propensos a generar nuevos ahorros netos, lo que es bueno para la economía.

El gobierno tiene un profundo interés en asegurar que las personas se preparen adecuadamente para la ancianidad.

Esto no quiere decir que no exista un rol importante para los ahorros voluntarios suplementarios para la jubilación. Los países con sistemas previsionales de capitalización obligatorios pueden (y casi siempre lo hacen) permitir contribuciones adicionales voluntarias por encima del mínimo obligatorio. Este es el caso desde Hong Kong y Singapur hasta Chile, México, Perú y casi todos los otros países de América Latina que cuentan con sistemas de capitalización individual. Estos países permiten a los trabajadores realizar contribuciones voluntarias adicionales en sus cuentas obligatorias o en cuentas voluntarias separadas. Muchos países, por supuesto, también han fomentado el desarrollo de sistemas previsionales independientes patrocinados por el empleador o de cuentas personales voluntarias. Estos sistemas tienden a ser particularmente valiosos para trabajadores con ingresos altos, cuyos salarios suelen exceder al máximo salario contributivo en los sistemas de capitalización obligatorios y que son quienes más se benefician de los incentivos tributarios que los sistemas suplementarios proveen. Pero estos sistemas pueden ser también una fuente importante de seguridad adicional en la jubilación para trabajadores de ingresos medios o incluso bajos. Si bien estos trabajadores se benefician en menor medida de los incentivos tributarios, y por lo tanto son menos propensos a participar de los sistemas suplementarios, existen maneras de que los gobiernos o los empleadores amplíen la participación sin hacerla obligatoria; como por ejemplo ofrecer contribuciones equivalentes (*matching contributions*) y cambiar de una afiliación opcional a una afiliación automática con una opción de salida.

Resulta importante señalar que los sistemas previsionales de capitalización suplementarios son especialmente importantes para países que aún mantienen un sistema previsional estatal de reparto. A medida que la generosidad de la provisión de jubilación de reparto es recortada en sociedades que envejecen, los países que no sustituyen los beneficios perdidos con fuentes alternativas de ingreso son propensos a enfrentar presiones intensas para retroceder en las reformas por parte de un electorado que envejece. En el largo plazo, quizás dejará de ser más factible para un país mantener un sistema previsional estatal que es fiscalmente sostenible pero socialmente inadecuado que tener uno que es socialmente adecuado pero fiscalmente insostenible. Esta es la razón por la cual muchos países desarrollados están apresurándose en expandir los sistemas previsionales de capitalización suplementarios. Países como Australia, Canadá y el Reino Unido que ya cuentan con sistemas establecidos están fortaleciéndolos, mientras que países como Alemania, Italia y España que hasta ahora han dependido casi exclusivamente de sistemas estatales de reparto están añadiéndolos. Lo mismo está pasando en el mundo en desarrollo, donde Brasil está fortaleciendo sus “Fondos Abiertos” y “Fondos Cerrados” y China y Corea del Sur están añadiendo los nuevos sistemas de “Renta Vitalicia Empresarial” y “Pensión Corporativa”, respectivamente.

TASAS DE CONTRIBUCIÓN

Aun cuando los sistemas previsionales de capitalización mantienen una ventaja sobre los sistemas de reparto respecto de la tasa de retorno, las tasas de contribución deben sin embargo establecerse a un nivel suficientemente alto para generar tasas

de reemplazo idóneas. La idoneidad, por supuesto, es un concepto relativo. La tasa de contribución del 12.5 por ciento que asumimos en nuestras matrices ilustrativas de la tasa de retorno generarían, con una tasa de retorno real del 4.5 por ciento y un crecimiento del salario real del 2.0 por ciento, una tasa de reemplazo del 51 por ciento al término de una vida laboral completa en un país con las características demográficas de Chile. Comparada con una tasa de reemplazo del 32 por ciento que sería asequible en 2050 bajo un sistema de reparto de costo equivalente, esto parece extremadamente generoso. No obstante, una tasa de reemplazo del 51 por ciento es insuficiente para mantener los estándares de vida anteriores a la jubilación. Por cierto, el sistema de capitalización podría funcionar mejor que esto. Pero para que una tasa de contribución del 12.5 por ciento genere una tasa de reemplazo de al menos 70 por ciento, el límite que la mayoría de expertos en jubilación consideran idóneo, la tasa de retorno real tendría que aumentarse a 5.5 por ciento o el crecimiento del salario real tendría que caer a 1.0 por ciento, y ninguno de estos escenarios constituye un supuesto sensato.

Idealmente, las tasas de contribución deben establecerse a un nivel más alto que el 12.5 por ciento de nuestro ejemplo. Desafortunadamente, la realidad es que las tasas de contribución actuales en la mayoría de sistemas de capitalización individual no son más altas sino más bajas. En México, la tasa de contribución es un terriblemente inadecuado 6.5 por ciento, excluyendo el pequeño subsidio gubernamental o “cuota social”. En Bolivia, Chile y Perú es del 10

por ciento. De hecho, entre aquellos países latinoamericanos que tienen exclusivamente sistemas previsionales de capitalización, solo Colombia con su tasa de contribución del 16 por ciento está requiriendo manifiestamente a los trabajadores que ahorren suficiente dinero para su jubilación.

En la mayoría de países, las tasas de contribución de los sistemas de capitalización individual son muy bajas para garantizar beneficios adecuados.

La mejora de la idoneidad de los sistemas de capitalización individual actuales ocurrirá a un costo, aunque este será sorprendentemente modesto. Como regla general, cada incremento de 2.5 puntos porcentuales en la tasa de contribución incrementará las tasas de reemplazo finales en aproximadamente 10 puntos porcentuales, una vez más asumiendo una tasa de retorno real del 4.5 por ciento y un crecimiento del salario real del 2.0 por ciento. Una tasa de contribución del 10 por ciento generaría una tasa de reemplazo del 41 por ciento y una tasa de contribución del 12.5 por ciento generaría una tasa de reemplazo del 51 por ciento, mientras que una tasa de contribución del 15 por ciento generaría una tasa de reemplazo del 61 por ciento. (Ver Gráfico 7). Los diseñadores de políticas públicas son comprensiblemente renuentes a encarar las consecuencias políticas potencialmente adversas del incremento en las

Tasas de reemplazo del sistema de capitalización individual para trabajadores de carrera completa en el año 2050, de acuerdo a la tasa de contribución



*Las proyecciones asumen un crecimiento de los salarios reales del 2.0 por ciento, una tasa de retorno real del 4.5 por ciento, una vida laboral de 40 años, comisiones administrativas equivalentes al 0.5 por ciento de los activos, una edad de jubilación de 65 años y una esperanza de vida a la fecha de jubilación de 23 años.

Fuente: Cálculos de GAI

GRÁFICO 7

tasas de contribución. Ellos deben considerar, sin embargo, que el no incrementar las tasas de contribución tendrá consecuencias económicas adversas, tales como una mayor pobreza en la vejez y una red de soporte para los adultos mayores más costosa.

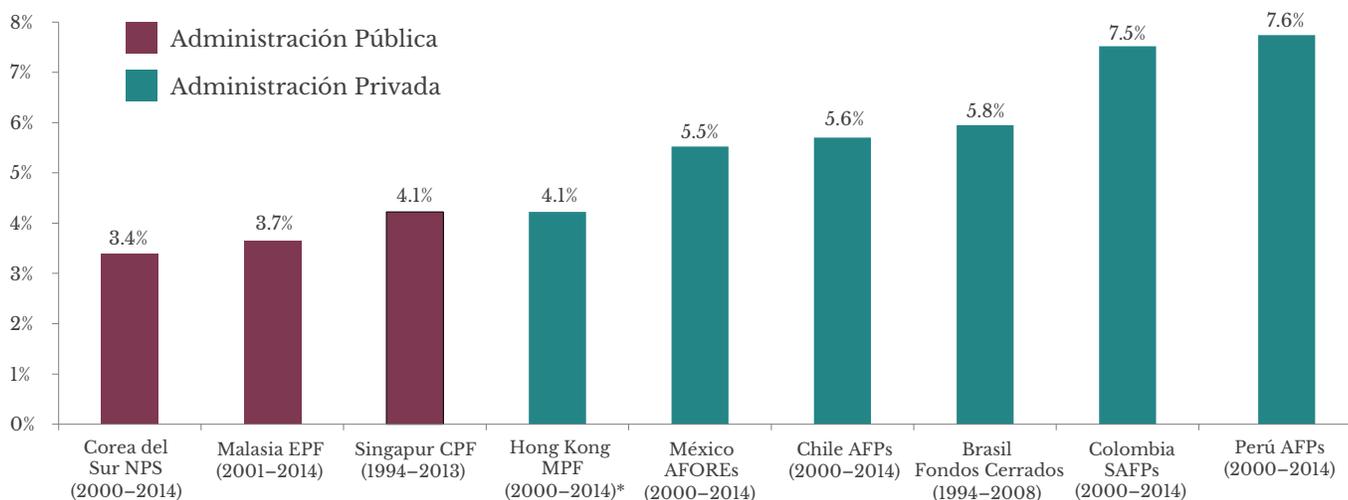
ADMINISTRACIÓN PRIVADA VS. PÚBLICA

Cualquier sistema previsional de capitalización involucra necesariamente las funciones de administración del plan, registro y gestión de inversiones, que, en principio, pueden ser desempeñadas por entidades gubernamentales o por empresas privadas. Mientras que las ventajas relativas de la responsabilidad pública y privada por las funciones de administración

Los sistemas previsionales administrados por el sector privado obtienen mejores resultados que los administrados por el sector público.

del plan y registro son cuando menos debatibles, no existe duda respecto de la gestión de inversiones. Cuando se trata de generar la tasa de retorno más alta, existe abundante evidencia de que los sistemas en los cuales los activos son administrados por el sector privado casi siempre generan retornos a largo plazo más altos que aquellos que son

Promedio anual de la tasa de retorno real de los activos administrados en diferentes períodos desde 1994 hasta 2014



*Estimación basada en la información estadística de la la tasa de retorno nominal.

Fuente: Estadísticas Históricas del FIAP (Diciembre 2014); *Latin American Economic Outlook 2008* (Paris: OECD, 2007), 88; y autoridades previsionales nacionales

GRÁFICO 8

administrados por el sector público.²⁴ Mientras que la tasa de retorno real de los activos administrados por los fondos de pensiones de Chile fue en promedio del 5.6 por ciento entre 2000 y 2014, la tasa de retorno real de los activos administrados por el Fondo de Previsión de Empleados en Malasia fue en promedio de solo 3.7 por ciento entre 2001 and 2014, el período para el cual se tiene información estadística comparable. Las comparaciones entre otros sistemas previsionales administrados pública y privadamente muestran disparidades similares en rendimiento a largo plazo de las inversiones. (Ver Gráfico 8). Aun cuando la tasa de retorno más baja en los

sistemas administrados públicamente se deba parcialmente a una filosofía de inversión más conservadora, la mayoría de expertos concuerda en que gran parte de la explicación se encuentra en la gran proporción de fondos que son canalizados hacia programas gubernamentales de “gasto social” de bajo retorno.

Existen otros problemas que podrían afectar la gestión pública de activos previsionales. Para empezar, esta invita a la interferencia política en los mercados financieros al permitir a los gobiernos dirigir los fondos a industrias que gozan del favor político o

24. Véase, ente otros, Augusto Iglesias y Robert J. Palacios, “Managing Public Pension Reserves Part I: Evidence from the International Experience,” Social Protection Discussion Paper No. 0003 (Washington, DC: World Bank, 2000); Robert Holzmann, Ian W. MacArthur e Yvonne Sin, “Pension Systems in East Asia and the Pacific: Challenges and Opportunities,” Social Protection Discussion Paper no. 0014 (Washington, DC: World Bank, 2000); y Dimitri Vittas, Gregorio Impavido y Ronan O’Connor, “Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds,” World Bank Policy Research Working Paper no. 4499 (Washington, DC: World Bank, Enero 2008).

mantenerlos alejados de aquellas que no gozan de este. Por otro lado, la gestión pública crea ambigüedad respecto de quién es el dueño de los activos: el gobierno o los trabajadores; y lo que es del gobierno, puede ser gastado por este. Desde los Estados Unidos hasta Japón, muchos países han tratado de financiar parcialmente sistemas previsionales estatales de reparto a través de fondos fiduciarios gestionados públicamente. El historial no es alentador. Salvo contadas excepciones, los fondos fiduciarios han terminado sirviendo como mecanismos de financiamiento auxiliares para el presupuesto general del gobierno. Sin perjuicio de las barreras legales o procedimentales establecidas para separar los activos de los fondos previsionales del resto del presupuesto, los gobiernos siempre han encontrado alguna manera de gastarlos, prestarse contra ellos o, en cualquier caso, anularlos. El fondo fiduciario del Sistema Previsional Canadiense, que es gestionado por un consejo independiente con un mandato fiduciario para invertir en el mejor interés de los afiliados y que está prohibido de invertir en deuda gubernamental, es una de las raras excepciones que confirman la regla.

COMISIONES ADMINISTRATIVAS

Está por demás decir que la tasa de retorno a los activos administrados en un sistema previsional de capitalización no es necesariamente el mismo retorno acreditado a los afiliados en el sistema. Las comisiones administrativas

pueden reducir la tasa de retorno neta obtenida por los afiliados y consecuentemente su eventual tasa de reemplazo. Las comisiones varían significativamente entre los sistemas de capitalización individual obligatorios por una pluralidad de razones, incluyendo regulaciones gubernamentales, el grado de libre competencia en distintos mercados y, críticamente, la madurez del sistema. Convertidas a un porcentaje de los activos bajo administración, las comisiones administrativas en 2014 promediaron 0.6 por ciento en Chile, cuyo sistema de capitalización individual ha estado en operación por treintaicinco años, pero promediaron solamente 1.1 por ciento en México, cuyo sistema no tiene veinte años de operación. De acuerdo con un estudio ampliamente citado, las comisiones predominantes en los sistemas de capitalización individual de América Latina, convertidas a un porcentaje de los activos bajo administración y proyectadas sobre una vida laboral de cuarenta años, actualmente oscilan entre un mínimo de 0.4 por ciento en Bolivia y un máximo de 0.9 por ciento en Costa Rica.²⁵

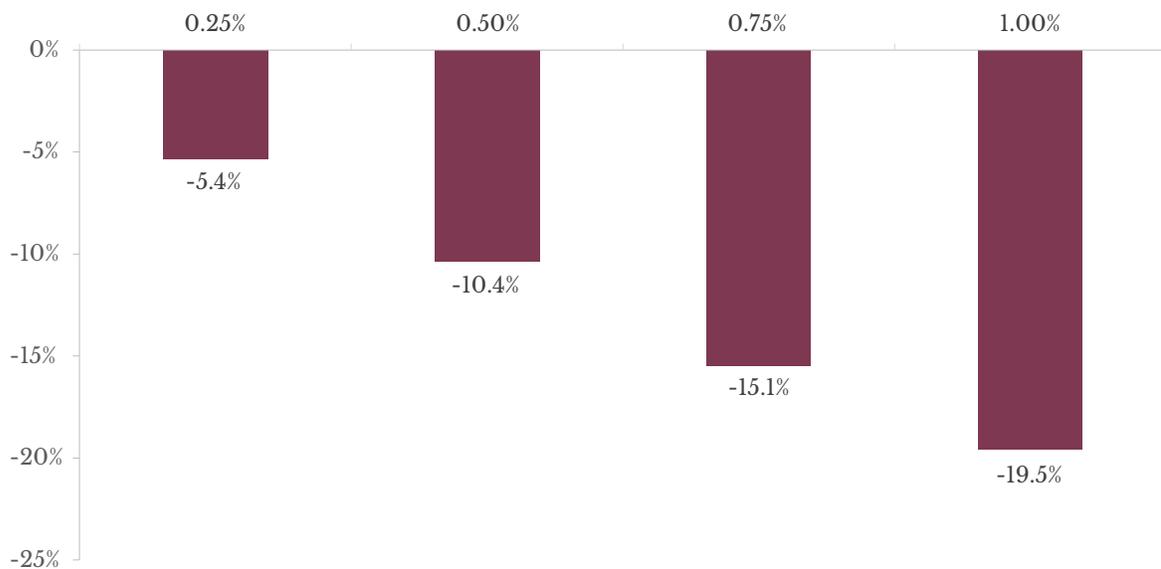
Los sistemas de capitalización individual de América Latina son frecuentemente criticados por tener altas comisiones administrativas. Pero la consideración de las comisiones como altas o no depende críticamente del punto de referencia para la comparación. Aquellos que consideran que las comisiones son excesivas usualmente tienen en mente opciones de inversión de bajo costo

25. Gregorio Impavido, Esperanza Lasagabaster y Manuel García-Huitrón, *New Policies for Mandatory Defined Contribution Pensions: Industrial Organization Models and Investment Products* (Washington, DC: World Bank, 2010). Véase también Denise Gomez y Hernandez Fiona Stewart, "Comparison of Costs and Fees in Countries with Private Defined Contribution Pension Systems," IOPS Working Paper no. 6 (Paris: International Organization of Pension Supervisors, Mayo 2008); y Liviu Ionescu y Edgar A. Robles, "Update of IOPS Work on Fees and Charges," IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision no. 20 (Paris: International Organization of Pension Supervisors, Abril 2014).

disponibles para los aportantes a la jubilación en países desarrollados. Mientras muchos fondos indexados en los Estados Unidos cobran comisiones del 0.25 por ciento o menos sobre los activos bajo administración, en comparación los sistemas de capitalización individual latinoamericanos ciertamente parecen caros. Pero el punto de referencia más relevante probablemente está constituido por las comisiones cobradas por opciones de inversión alternativas para los aportantes a la jubilación en los países en cuestión. En América Latina, las comisiones de administración promedio

cobradas por fondos mutuos en 2013 fluctuaron entre el 1.0 por ciento en Brasil y México y el 1.4 por ciento en Chile y Perú y el 1.5 por ciento en Argentina. Excluyendo a los fondos del mercado monetario, cuyas comisiones son usualmente más bajas que las comisiones sobre acciones o fondos de renta fija, los promedios son aún más altos.²⁶ Tomando a los fondos mutuos del mercado local como punto de referencia, las comisiones cobradas por los sistemas de capitalización individual de América Latina parecen comparativamente económicas.

Reducción porcentual en los saldos potenciales en cuentas personales a la fecha de la jubilación, según nivel de comisiones administrativas*

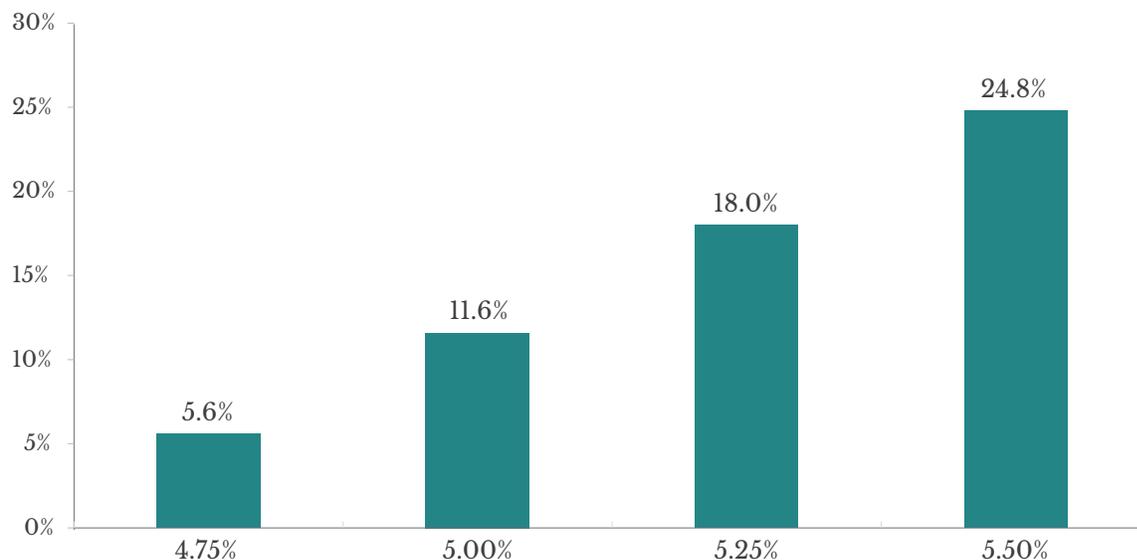


*Las comisiones administrativas son calculadas como proporción de los activos. Las proyecciones asumen una tasa de contribución del 12.5 por ciento, un crecimiento de salarios reales del 2.0 por ciento, una tasa de retorno real del 4.5 por ciento y una vida laboral de 40 años.
Fuente: Cálculos de GAI

GRÁFICO 9

26. La información estadística sobre los fondos mutuos de América Latina ha sido tomada de Cerulli Associates, *The Cerulli Report: Latin American Distribution Dynamics 2014: Entry Points to Emergent Economies* (Boston: Cerulli Associates, 2014).

Incremento porcentual en los saldos potenciales en cuentas personales a la fecha de la jubilación, según la tasa de retorno real, comparado con el saldo potencial asumiendo una tasa de retorno real del 4.5 por ciento*



*Las proyecciones asumen una tasa de contribución del 12.5 por ciento, un crecimiento de salarios reales del 2.0 por ciento, una vida laboral de 40 años y comisiones administrativas equivalentes al 0.5 por ciento de los activos.

Fuente: Cálculos de GAI

GRÁFICO 10

El mejor rendimiento de las inversiones de los sistemas administrados por el sector privado compensa con creces sus comisiones administrativas más altas.

Es asimismo importante recordar que la tasa de retorno neta del sistema previsional es la que a fin de cuentas determina las tasas de reemplazo, y que aquella depende tanto del rendimiento de las inversiones como de las comisiones administrativas. El centrarse en las comisiones ha llevado a algunos expertos a concluir que la gestión pública de los activos

de los fondos de pensiones resultaría en tasas de reemplazo más altas, ya que el gobierno, que tendría poca o ninguna necesidad de incurrir en gastos de mercadeo, podría cobrar comisiones mucho menores. Sin embargo, la experiencia sugiere que la gestión pública rara vez mejora la idoneidad general de un sistema previsional de capitalización.

Para empezar, los sistemas administrados por el sector público pueden simplemente reemplazar las comisiones explícitas con un impuesto implícito sobre los ahorros de los afiliados. Algunos estudios han encontrado que la brecha entre el retorno total y el retorno neto en algunos sistemas administrados por el sector público, especialmente en el caso

de los fondos de providencia de Malasia y Singapur, es tan o más grande que en los sistemas administrados por el sector privado.²⁷ Lo que resulta más importante, incluso si un sistema administrado por el sector público no cobrara ningún tipo de cargo, ya sea implícito o explícito, los ahorros podrían ser fácilmente contrarrestados por la tasa de retorno más baja que usualmente obtienen los sistemas públicos. Tal como muestra el Gráfico 9, cada incremento de 25 puntos básicos en comisiones administrativas reduce los saldos en cuenta finales en aproximadamente 5 por ciento. Sin embargo, tal como muestra el Gráfico 10, cada incremento de 25 puntos básicos en el retorno total aumenta los saldos en cuenta definitivos en un monto similar. Siendo que, históricamente, el retorno total de los sistemas administrados por el sector privado usualmente ha excedido el retorno total de los sistemas administrados por el sector público en varios centenares de puntos básicos, es muy probable que estos últimos terminen obteniendo retornos netos mucho menores sin importar el nivel de ahorro en comisiones administrativas que logren obtener. En pocas palabras, el valor extra generado por la gestión privada de activos previsionales parecería superar su costo extra.

No obstante, si todos los demás factores permanecen constantes, continúa siendo cierto que comisiones administrativas más bajas se traducen en tasas de reemplazo más altas. Comprensiblemente, la reducción de comisiones se ha convertido en un objetivo central de los gobiernos en la regulación y la reforma de los sistemas de capitalización

individual. Algunos países, incluyendo a Bolivia, Colombia, Costa Rica, El Salvador y México han establecido techos para las comisiones por mandato regulatorio. Aun cuando estos techos obviamente reducirán las comisiones administrativas, al menos en el corto plazo, pueden también distorsionar los mercados y acarrear consecuencias contraproducentes imprevistas. Si el techo establecido es muy bajo, las administradoras de fondos podrían migrar sus portafolios de inversión a tipos de activos de menor costo, cuyos retornos más bajos podrían a su vez contrarrestar el efecto positivo de la reducción de comisiones en los saldos en cuenta y en las tasas de reemplazo. Por otro lado, si el techo establecido es muy alto, las comisiones de todas las administradoras de fondos tenderán a convergir hacia el monto máximo permitido, reduciendo la competencia de precios y, potencialmente, resultando en comisiones más altas en el largo plazo del que tal vez hubiese sido el caso.

La mejor manera de reducir las comisiones es promover la competencia para estimular la eficiencia.

El mejor enfoque, que está siendo adoptado por la mayoría de países con sistemas de capitalización individual, es establecer medidas que promuevan la competencia entre administradoras de fondos para

27. Mukul G. Asher, "Malaysia: Pension System Overview and Reform Directions" y Mukul G. Asher y Amarendu Nandy, "Singapore: Pension System Overview and Reform Directions," ambos en *Pension Systems and Old-Age Income Support in East and Southeast Asia: Overview and Reform Directions*, ed. Donghyun Park (Manila: Asian Development Bank, 2011).

Activos según categoría de inversión en países seleccionados que cuentan con sistemas previsionales de capitalización individual

	Deuda Gubernamental		Deuda de Instituciones Financieras		Otra Inversión Doméstica [†]		Inversión en el Extranjero	
	2000	2012	2000	2012	2000	2012	2000	2012
CHILE	36%	22%	35%	17%	18%	25%	11%	36%
COLOMBIA*	49%	44%	17%	6%	28%	36%	7%	15%
MÉXICO	93%	58%	2%	2%	5%	26%	0%	14%
PERÚ	9%	17%	34%	12%	50%	44%	7%	28%

* La información de Colombia se refiere a los años 2004 y 2012.

† Incluye una categoría pequeña de activos no clasificados.

Fuente: AIOS Statistical Bulletin (varios años)

TABLA 8

estimular la eficiencia. Las medidas más comunes incluyen: Reducir las barreras de entrada para administradoras de fondos; simplificar y estandarizar las estructuras de las comisiones para aumentar la transparencia; publicar regularmente reportes que permitan a los afiliados comparar los retornos a la inversión entre las diferentes administradoras de fondos; asignar a los afiliados que no escojan una administradora de fondos a aquella con las comisiones más bajas o, mejor aún, el más alto retorno a la inversión neto; permitir a las administradoras de fondos ofrecer descuentos por lealtad; y permitir a los afiliados cambiar de administradora de fondos más frecuentemente siempre y cuando se transfieran a aquella con las comisiones más bajas. Aun cuando resulta difícil distinguir entre el efecto de estas reformas sobre las comisiones y otros factores, especialmente de la madurez del sistema, estas parecen estar contribuyendo a reducir las comisiones en algunos países.

Otra estrategia ampliamente debatida involucra separar las funciones de administración del plan y registro de la de gestión de activos. En el denominado modelo sueco, que fue desarrollado para el sistema de capitalización individual de segundo nivel o “Pensiones Premium” de este país, las contribuciones de los trabajadores son transferidas a fondos de inversión privados a través de una “cámara de compensación” del gobierno central que maneja todas las funciones de administración del plan y registro. Aun cuando la mayoría de expertos concuerda en que el modelo sueco ofrece una potencial eficiencia en el costo, también reconoce que este modelo requiere de sofisticadas capacidades para la recolección de información y para la administración que podrían no estar al alcance de todos los gobiernos.²⁸ Para la mayoría de economías emergentes, el modelo chileno, en el cual todas las funciones de administración del plan, registro y gestión de activos están a cargo de la misma empresa administradora de pensiones, podría ser la única opción práctica.

28. Gustavo Demarco y Rafael Rofman, “Supervising Mandatory Funded Pension Systems: Issues and Challenges,” Social Protection Discussion Paper no. 9817 (Washington, DC: World Bank, 1998); y Gill, Packard y Yermo, *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*.

RESTRICCIONES EN EL PORTAFOLIO

Las ventajas potenciales de los sistemas previsionales de capitalización podrían no materializarse del todo si requisitos demasiado restrictivos para la colocación del portafolio impiden que los afiliados obtengan una tasa de retorno de mercado sobre sus ahorros. Durante la fase de implementación inicial de los sistemas de capitalización individual, puede tener sentido para los reguladores en economías emergentes establecer lineamientos generales para inversiones permitidas con mínimos y máximos para diferentes clases de activos. Con el tiempo, sin embargo, las restricciones deben relajarse a medida que se desarrollan los mercados de capitales y aumenta la experiencia de las administradoras de fondos. A fin de cuentas, el éxito de un sistema previsional de capitalización requiere avanzar hacia una regla de inversión del “buen padre de familia” (*prudent man rule*) que permita que las contribuciones fluyan hacia las inversiones con los retornos ajustados al riesgo más altos.

Los sistemas de capitalización individual deben ir gradualmente hacia una regla de inversión “del buen padre de familia”.

Claramente, muchos países latinoamericanos están yendo en esta dirección. Inicialmente, las normas sobre el portafolio en casi todos los países requerían que la mayoría de activos previsionales sean invertidos en deuda pública. Este requisito se debía en parte a la filosofía de inversión conservadora de los reguladores previsionales, en parte a la necesidad de

obtener una fuente de financiamiento para la transición de los anteriores sistemas de reparto y en parte al hecho que alternativas de inversión adecuadas no siempre estaban disponibles. Sin embargo, a medida que los mercados de capitales se han desarrollado, estas reglas han sido liberalizadas y los portafolios se han diversificado progresivamente en la mayoría de países. No obstante, la sobre-inversión en deuda pública continúa siendo una causa de preocupación en algunos países, incluyendo a México. (Ver Tabla 8).

A pesar de la tendencia hacia la diversificación del portafolio, la mayoría de países aún mantienen límites bajos para la inversión en el extranjero, con las notables excepciones de Chile y Perú. Estas restricciones plantean un serio problema a largo plazo. Si bien los mercados de capitales latinoamericanos están expandiéndose y profundizándose, el incremento de los activos previsionales amenaza con sobrepasar las oportunidades de inversión domésticas. Desde luego, existen algunos argumentos atendibles en favor del establecimiento de restricciones a la inversión en el extranjero. Aun cuando el retorno sobre los ahorros que es invertido en el extranjero fluye hacia los titulares de cuentas, ayudando a financiar su eventual jubilación, estos ahorros no aumentan las reservas de capital doméstico ni la productividad de la economía nacional. Resulta comprensible que los gobiernos prefieran que los ahorros previsionales sean invertidos en la creación de empleos, la construcción de viviendas, o la mejora de la infraestructura pública en el país. Sin embargo, a fin de cuentas, las restricciones a la inversión en el extranjero, al igual que los requisitos para llenar los portafolios con deuda pública, debilitan el propósito principal de cualquier sistema previsional de capitalización, que es obtener el mayor retorno ajustado al riesgo para sus afiliados.

La diversificación a nivel global de los portafolios de inversión será aún más importante a medida que las actuales economías emergentes envejecen y se desacelere el crecimiento de la fuerza laboral y de la economía. Sin esta diversificación, los países con sistemas previsionales de capitalización podrían dejar de ser más capaces de escapar de la tiranía de su propia demografía que los países con sistemas de reparto.

ELECCIÓN INDIVIDUAL

Desde luego, no es lo mismo permitir a los gestores de inversiones colocar los portafolios de fondos previsionales de acuerdo a la regla del buen padre de familia que otorgar libertad de decidir sobre las inversiones a los afiliados al sistema. Existen numerosos estudios que sugieren que la educación financiera de la mayoría de trabajadores es en el mejor de los casos rudimentaria, un hallazgo que aplica tanto a los países desarrollados como a los países en desarrollo.²⁹ En el caso que la decisión de invertir sea permitida en algún grado en sistemas de capitalización obligatorios, esta debe ser estrictamente limitada. Idealmente, todos los sistemas deberían ir hacia un modelo multifondo en el cual los afiliados son asignados, sobre la base de su edad, a uno de los fondos de un panel restringido de fondos con diferentes niveles de riesgo de inversión.

En el debate sobre el sistema de Seguridad Social estadounidense durante los años noventa, muchos favorecían su transformación en un sistema de capitalización individual debido a la opción de decidir sobre la inversión que este

otorgaría a sus afiliados. La ventaja de los sistemas de capitalización, sin embargo, no consiste en la

El propósito de un sistema previsional estatal no es facilitar la elección, sino proteger a los individuos de las consecuencias de sus malas elecciones.

opción que podría brindar, sino en las tasas de reemplazo más altas que pueden generar a medida que las sociedades envejecen. La discrecionalidad general de los afiliados puede resultar apropiada en un sistema previsional voluntario suplementario, precisamente porque es voluntario y suplementario. En un sistema previsional obligatorio, cuyo propósito es garantizar un estándar de vida adecuado en la jubilación y que cubre una gran proporción de la población, el énfasis no debe ponerse en facilitar la elección individual, sino en proteger a los individuos de las consecuencias de sus malas elecciones.

EDADES DE JUBILACIÓN

Establecer tasas de contribución muy bajas puede disminuir la idoneidad de un sistema previsional y lo mismo puede suceder si se establece edades

El envejecimiento de la población refuerza el argumento en favor de establecer edades de jubilación más avanzadas.

29. Annamaria Lusardi y Olivia S. Mitchell, "Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education," *Business Economics* no. 42 (Enero 2007); y Nidia García et al., "Financial Education in Latin America and the Caribbean: Rationale, Overview and Way Forward," OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions no. 33 (Paris: OECD, 2013).

de jubilación muy bajas. Mientras que en algunas economías emergentes la edad de jubilación oficial es 65 años, que es el estándar en países desarrollados, en otros es 60 años o incluso menos. La edad oficial de jubilación puede ser simplemente la edad mínima para ser elegible para los beneficios de jubilación, pero en algunas economías emergentes, especialmente en Asia Oriental, es una edad de jubilación obligatoria que frecuentemente es estrictamente aplicada, por lo menos en el sector formal de la economía. En economías que se están desarrollando rápidamente, edades de jubilación y/u obligatorias pueden tener sentido. Después de todo, persuadir u obligar a jubilarse de una empresa a trabajadores no calificados de edad avanzada puede crear espacio para trabajadores más jóvenes y mejor calificados. Sin embargo, a medida que cohortes de trabajadores más jóvenes, altamente educados y productivos asciendan la escalera etaria, estas prácticas se convierten en un costoso anacronismo.

El envejecimiento de la población hace aún más convincente el argumento para establecer edades de jubilación más avanzadas. A medida que la esperanza de vida aumenta, la jubilación temprana se vuelve cada vez más difícil de financiar. Si la edad de jubilación permanece inalterada, las tasas de contribución deben aumentar proporcionalmente a los incrementos en la esperanza de vida, o las tasas de reemplazo deben reducirse, con prescindencia de si el sistema previsional es de capitalización o de reparto. Por otro lado, la indexación de las edades de jubilación a los incrementos en la esperanza de vida puede mantener la idoneidad del sistema previsional sin aumentar su costo total. Existen asimismo otras razones por las que las economías emergentes necesitarán promover edades de jubilación más avanzadas. Más allá de

contribuir a mantener un ingreso adecuado para los jubilados, vidas laborales más largas pueden también ayudar a mantener el crecimiento económico en economías emergentes en proceso de envejecimiento en las cuales la población en edad de trabajar tradicional crecerá más lentamente o se contraerá. Más aún, cuando los adultos mayores continúan siendo productivos, esto no solamente es bueno para la salud de la economía sino que, de acuerdo a la mayoría de gerontólogos, lo es también para la salud de los propios adultos mayores.

RIESGO DE LONGEVIDAD

Los sistemas de capitalización individual son a veces criticados por no lograr proteger a los afiliados del “riesgo de longevidad”; esto es el riesgo de que los jubilados sobrevivan al agotamiento de sus activos. De hecho, existen dos tipos de riesgo de longevidad: riesgo individual (el riesgo de que un jubilado particular viva más que la esperanza de vida promedio) y riesgo social (el riesgo de que la esperanza de vida sea más alta de lo proyectado). Un sistema de capitalización individual bien diseñado ciertamente protegerá a los jubilados contra el primer riesgo, pero en el largo plazo ningún sistema previsional puede brindar una protección total contra el segundo.

La forma usual en la que los sistemas de capitalización individual enfrentan el riesgo de longevidad individual es a través de la conversión obligatoria de los saldos en cuenta en una renta vitalicia (*annuitization*), lo cual efectivamente los transforma en un beneficio definido a la fecha de la jubilación. Si bien las rentas vitalicias son notorias por ser afectadas por el riesgo moral y la información asimétrica, solamente son problemáticas cuando son opcionales. Si las cuentas individuales son

obligatorias y el riesgo de longevidad puede promediarse entre un segmento poblacional significativo, las rentas vitalicias eficientes pueden ser fácilmente calculadas. Es cierto que algunos sistemas de capitalización omiten exigir la renta vitalicia, lo que deja a los jubilados en riesgo de malgastar sus pagos únicos y/o vivir más que lo que duran sus activos. Este es el caso de los fondos de previsión administrados centralmente en Malasia y Singapur, así como del sistema de capitalización individual en Hong Kong. En América Latina y en Europa Central y del Este, sin embargo, todos los sistemas de capitalización obligatorios presentan alguna forma de renta vitalicia y/o de retiro escalonado de los saldos en cuenta.

Si bien las políticas públicas se han centrado en cómo enfrentar el riesgo de longevidad individual, es el riesgo social el que indudablemente presenta el mayor desafío. Es importante recordar que la historia de las proyecciones de la esperanza de vida ha sido largamente una historia de subestimaciones vergonzosas. En décadas recientes la ONU ha incrementado sus estimaciones de esperanza de vida futura para la mayoría de economías emergentes en cada revisión sucesiva de proyecciones de población a largo plazo. La ONU proyecta ahora que Brasil y México alcanzarán esperanzas de vida hacia el año 2050 que son cinco años más altas de lo que fue proyectado hace apenas quince años, mientras que, para Chile y Corea del Sur, proyecta que la esperanza de vida será seis años más alta.³⁰ Mientras que la mayoría de actuarios tiende a ser “pesimistas de la longevidad” y a asumir que la hasta ahora sostenida mejora en los índices de mortalidad va a desacelerarse, la mayoría de demógrafos, con la vista puesta en la tendencia histórica, ahora creen que dicha tendencia va a

continuar a un ritmo cercano al histórico. Si los demógrafos tienen razón, pronto seremos testigos de una nueva serie de revisiones hacia arriba de las proyecciones de la esperanza de vida.

Con prescindencia del tipo de sistema previsional que mantengan, los países encontrarán cada vez más difícil eximir al segmento poblacional que crece más rápido de los costos de vidas cada vez más largas. Ciertamente, en los sistemas de beneficio definido tradicionales, este costo ha sido frecuentemente desviado hacia los trabajadores en actividad a través de tasas de contribución más altas. Pero esto está cambiando a medida que las sociedades envejecen y los costos previsionales aumentan. Algunos países desarrollados (incluyendo a Italia y Suecia) han transformado sus sistemas de reparto de beneficio definido en sistemas de cuentas nocionales de aportación definida en los cuales, al igual que en los sistemas de capitalización individual, los beneficios son ajustados para reflejar la esperanza de vida de la cohorte al momento de la jubilación. Al mismo tiempo, muchos países que han mantenido sistemas tradicionales de beneficio definido están aumentando sus edades de jubilación, mientras que algunos países como Alemania y Japón han establecido “estabilizadores demográficos” que efectivamente indexan los beneficios a la esperanza de vida.

La única cuestión real es si los jubilados van a asumir el costo a través de la aceptación de tasas de reemplazo menores o trabajando hasta una edad más avanzada. La segunda es la solución óptima porque beneficia a la economía y preserva la idoneidad del ingreso previsional. En sociedades que envejecen, edades de jubilación más avanzadas no son solamente necesarias, sino también deseables. ►

30. *World Population Prospects: The 2000 Revision* (New York: UN Population Division, 2001); y *World Population Prospects: The 2012 Revision*.

conclusión

Los diseñadores de políticas públicas en muchas de las actuales economías emergentes están aún preocupados por satisfacer las necesidades de las poblaciones jóvenes y en rápido crecimiento de sus países. Cuando educar a la juventud, crear empleo, y modernizar la economía son preocupaciones tan apremiantes, es tentador concluir que la preparación para el eventual envejecimiento de sus poblaciones constituye una prioridad relativamente baja. Si bien esta conclusión es comprensible, es equivocada. La implementación de la infraestructura para sistemas previsionales estatales demanda un gran compromiso de recursos, y los propios sistemas toman décadas para madurar. Mientras tanto, cada año que pasa, la ola de envejecimiento del mundo en desarrollo está cada vez más cerca.

Este informe ha sostenido que el envejecimiento global incrementará la ventaja relativa del modelo previsional de capitalización. La conclusión más importante es que los sistemas previsionales de capitalización podrían disfrutar una ventaja cada vez más amplia en las tasas de retorno sobre los sistemas de reparto que les permitirá

brindar beneficios previsionales adecuados a los afiliados a tasas de contribución mucho más bajas. Los sistemas de capitalización pueden también promover el desarrollo de mercados de capitales y, dependiendo de cómo están estructurados y financiados, ayudar a aliviar la presión sobre los presupuestos gubernamentales y a mantener

Estar preparados para el envejecimiento de la población debe ser una alta prioridad.

adecuados niveles de ahorro e inversión. Todos estos factores serán desafíos críticos a medida que las economías de los países emergentes maduren y sus poblaciones envejezcan.

Ciertamente, los sistemas previsionales de capitalización deben estar adecuadamente diseñados para que sus potenciales beneficios se materialicen. Como hemos visto, tasas de contribución inadecuadas, altas comisiones administrativas, reglas de colocación del portafolio excesivamente restrictivas, edades

de jubilación tempranas, o la omisión de la conversión a renta vitalicia de los saldos en cuenta pueden disminuir la idoneidad de los sistemas previsionales de capitalización. Sin embargo, en principio, todos estos problemas pueden ser tratados directamente a través de ajustes de política pública. Tal

Es posible mejorar la equidad y eficiencia de los sistemas de capitalización individual sin sacrificar sus inherentes ventajas económicas.

como la “segunda generación” de reformas de los sistemas de capitalización individual de América Latina demuestra, es posible mejorar la equidad y eficiencia del modelo de capitalización aumentando sus inherentes ventajas económicas en lugar de vulnerándolas.

A su vez, los sistemas de reparto enfrentan un problema fundamental para el que no existe un remedio satisfactorio. A medida que las economías emergentes envejecen, aquellas que mantienen sistemas de reparto enfrentarán inevitablemente un juego de suma cero entre la imposición de cargas tributarias cada vez más altas a los trabajadores del mañana o profundas reducciones en los beneficios de los jubilados del mañana. Desde Brasil a Corea del Sur, muchas economías emergentes han implementado ya grandes recortes en la futura generosidad de las prestaciones estatales de reparto. Sin embargo no es claro si han logrado una mejora efectiva de la sostenibilidad a largo plazo de sus sistemas previsionales, toda vez que los gobiernos pueden enfrentar intensas presiones para retroceder en las reformas a

medida que los electorados envejecen. A fin de cuentas, la pretensión de que un sistema previsional pueda ser fiscalmente sostenible pero socialmente inadecuado puede demostrar ser tan rebatible como la pretensión de que dicho sistema pueda ser socialmente adecuado pero fiscalmente insostenible. Los sistemas previsionales deben proveer tanto idoneidad como sostenibilidad y en sociedades que envejecen solamente los sistemas de capitalización pueden ser capaces de hacerlo.

En años recientes, las ventajas del modelo de capitalización han sido oscurecidas por un debate altamente tendencioso respecto del fracaso de los sistemas de capitalización individual en garantizar una amplia cobertura y una adecuada protección contra la pobreza. Sí; los sistemas previsionales de capitalización dejan considerables segmentos de la fuerza laboral sin cobertura, pero en economías emergentes con grandes sectores informales sucede lo mismo con los sistemas de reparto. Sí; los sistemas de capitalización pueden no lograr brindar beneficios adecuados a trabajadores con historias contributivas irregulares, pero lo mismo sucede con los sistemas de reparto. Y sí; los sistemas de capitalización colocan a los trabajadores en riesgo considerable, pero lo mismo sucede con los sistemas de reparto. A raíz de la reciente crisis financiera global, el riesgo político de un sistema de reparto parece ser para algunos preferible al riesgo de mercado de un sistema de capitalización. Pero una política de jubilación efectiva debe enfocarse en el largo plazo, y en este existen pocas dudas de que, a medida que las economías emergentes actuales envejecen, los sistemas de reparto expondrán a los trabajadores a riesgos más grandes que los sistemas de capitalización.

Aun cuando los sistemas de capitalización son una parte esencial de cualquier estrategia general para enfrentar el desafío del envejecimiento, estos no pueden constituir toda la estrategia. Toda economía emergente necesita también implementar un firme piso de protección contra la pobreza en la vejez; es decir, una pensión social. Tal y como están las cosas, muchos trabajadores, y en algunos países, la gran mayoría de estos, llegarán a la vejez con beneficios inadecuados del sistema previsional contributivo, o sin ningún beneficio. Sin beneficios no contributivos como barrera de protección, tendrán que recurrir nuevamente a las redes de soporte familiar tradicionales, las cuales se encontrarán bajo creciente presión debido a la modernización y a la reducción del tamaño de las familias.

Sin embargo, sin importar cuán necesarias sean las pensiones sociales en el corto plazo, ellas no constituyen en sí mismas una estrategia viable de largo plazo para garantizar la seguridad previsional. En las actuales economías emergentes relativamente jóvenes, el alcance limitado de los sistemas previsionales

El desafío del desarrollo y el desafío del envejecimiento que enfrentan las economías emergentes están inextricablemente ligados.

contributivos ya se ha convertido en una creciente preocupación económica y social. En las economías emergentes del mañana, con altas cargas de dependencia senil, se puede convertir en un desastre económico y social. Una cosa es que la mitad o más de los adultos mayores

dependan de asistencia social cuando ellos constituyen entre el 5 y el 10 por ciento de la población. Una cuestión muy diferente es que los adultos mayores constituyan entre el 20 y el 30 por ciento de la población.

A fin de cuentas, el desafío del envejecimiento y el desafío del desarrollo que enfrentan las economías emergentes están inextricablemente ligados. Garantizar una genuina seguridad en la jubilación requerirá expandir el alcance de los sistemas previsionales contributivos. Sin embargo, la capacidad de los países para expandir dicho alcance dependerá críticamente de su éxito en la reducción de la informalidad y de la inequidad. Si bien esto requerirá nuevas iniciativas de reforma en varios frentes, la política de jubilación tiene asimismo un rol que cumplir. A diferencia de los sistemas previsionales de reparto, los sistemas de capitalización pueden contribuir a la agenda del desarrollo al promover el desarrollo de los mercados de capitales y al liberar recursos fiscales para ser invertidos en infraestructura, capital humano y los demás componentes esenciales de una economía plenamente desarrollada.

Las economías emergentes todavía están a tiempo para confrontar el desafío del envejecimiento, pero el tiempo ha empezado a agotarse. Varios países han logrado un progreso tremendo, pero muchos recién han comenzado a actuar y algunos están efectivamente retrocediendo. Los elementos generales de una solución son claros. Lo que está por verse es si los diseñadores de políticas públicas tienen la sabiduría para implementar reformas oportunas y constructivas. Está en juego no solamente la seguridad de los futuros jubilados, sino también la prosperidad y estabilidad de la economía y de la sociedad. ►

Sobre la Información Estadística y las Fuentes Citadas

Salvo algunas excepciones expresamente indicadas en el informe, la información demográfica proviene de *World Population Prospects: The 2012 Revision* (New York: UN Population Division, 2013). Para los países en los cuales la tasa de fecundidad está al nivel de la tasa de reemplazo de 2.1 o por debajo de esta, las proyecciones de población utilizadas en el informe se refieren a la variante de proyección de “fecundidad constante” de la ONU, que asume que en el futuro la fecundidad permanecerá inalterada al nivel de 2005-2010. Para los países en los que la tasa de fecundidad está todavía sobre la tasa de reemplazo de 2.1, utilizamos la variante de proyección “media” de la ONU, que asume que la fecundidad disminuirá en el futuro.

La información estadística básica sobre los sistemas previsionales latinoamericanos, con excepción del sistema brasileño, provienen de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) y está disponible en <http://www.aiosfp.org>. Esta información incluye estadísticas sobre números de afiliados y contribuyentes, activos bajo administración como porcentaje del PIB, activos bajo administración por tipo de inversión, tasas de retorno real, y comisiones administrativas. La mayoría de las estadísticas han sido también compiladas por la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP) y están disponibles en <http://www.fiap.cl>. Para el sistema previsional de Brasil, así como para los sistemas previsionales

en Asia Oriental y en Europa Central y del Este, la información estadística básica proviene de entidades estadísticas nacionales, entidades previsionales nacionales, y estudios académicos especializados.

En la elaboración de este informe, nos hemos basado en varias revisiones estándar de sistemas previsionales, incluyendo *Pensions at a Glance: Asia/Pacific 2013* (Paris: OECD, 2013); *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators* (Paris: OECD, 2013); *Pensions at a Glance: Latin America and the Caribbean* (Paris: OECD, 2014); *Social Security Programs Throughout the World: The Americas, 2013* (Washington, DC: U.S. Social Security Administration, 2014); *Social Security Programs Throughout the World: Europe, 2014* (Washington, DC: U.S. Social Security Administration, 2014); *Social Security Programs Throughout the World: Asia and the Pacific, 2014* (Washington, DC: U.S. Social Security Administration, 2015); y *World Social Protection Report 2014/15* (Geneva: ILO, 2014).

Más allá de estas revisiones, existe por supuesto una amplia literatura sobre reforma previsional en economías emergentes. Los siguientes estudios figuran entre los más importantes de los consultados durante la elaboración de este informe: Robert Holzmann y Joseph E. Stiglitz, eds., *New Ideas about Social Security: Toward Sustainable Pension Systems in the 21st Century* (Washington, DC: World Bank, 2001); Indermit S. Gill, Truman Packard y Juan Yermo, *Keeping the Promise of*

Social Security in Latin America (Washington, DC: World Bank, 2005); Noriyuki Takayama, ed., *Pensions in Asia: Incentives, Compliance and Their Role in Retirement* (Tokyo: Maruzen Co. Ltd., 2005); Stephen J. Kay y Tapen Sinha, eds., *Lessons from Pension Reform in the Americas* (New York: Oxford University Press, 2008); Donghyun Park, ed., *Pension Systems and Old-Age Income Support in East and Southeast Asia: Overview and Reform Directions* (Manila: Asian Development Bank, 2011); Mariano Bosch, Ángel Melguizo y Carmen Pagés, *Better Pensions, Better Jobs: Towards Universal Coverage in Latin America and the Caribbean* (Washington, DC: Inter-American Development Bank, 2013); *Reinforcing the Foundations of the Individually Funded Pension System to Ensure Its Sustainability* (Santiago: International Federation of Pension Fund Administrators, 2014); Anita M. Schwarz et al., *The Inverting Pyramid: Pension Systems Facing Demographic Challenges in Europe and Central Asia* (Washington, DC: World Bank, 2014); Rafael Rofman, Ignacio Apella y Evelyn Vezza, eds., *Beyond Contributory Pensions: Fourteen Experiences with Coverage Expansion in Latin America* (Washington, DC: World Bank, 2015); y *OECD Pensions Outlook* (Paris: OECD, varios años). ►

Sobre los Autores

RICHARD JACKSON es el fundador y presidente del Global Aging Institute (GAI), una organización educativa y de investigación sin fines de lucro que se dedica a ampliar la comprensión de los retos económicos, sociales y geopolíticos generados por el cambio demográfico y especialmente por el envejecimiento poblacional en los Estados Unidos y en el mundo. Richard es también asociado senior del Center for Strategic and International Studies (CSIS) y asesor senior de la Concord Coalition. Richard es autor y coautor de numerosos estudios sobre políticas públicas, incluyendo *Lessons from Abroad for the U.S. Entitlement Debate* (2014); *The Global Aging Preparedness Index, Second Edition* (2013); *Balancing Tradition and Modernity: The Future of Retirement in East Asia* (2012); *Global Aging and the Future of Emerging Markets* (2011); y *The Graying of the Great Powers: Demography and Geopolitics in the 21st Century* (2008). Richard frecuentemente realiza presentaciones sobre temas demográficos y es citado en la prensa con regularidad. Tiene un doctorado en historia de la Universidad de Yale y vive en Alexandria, Virginia, con su esposa Perrine y sus tres hijos, Benjamin, Brian y Penelope.

KEISUKE NAKASHIMA es asociado senior en el Global Aging Institute (GAI) y profesor asociado en la Universidad de Estudios Internacionales de la Ciudad de Kobe en Kobe, Japón. Antes de unirse a la plana docente de la Universidad de la Ciudad de Kobe, Keisuke trabajó con Richard Jackson en temas de envejecimiento global en el Center for Strategic and International Studies. Keisuke es autor y coautor de numerosos estudios sobre políticas públicas, incluyendo *Global Aging and the Future of Emerging Markets* (2011); *China's Long March to Retirement Reform: The Graying of the Middle Kingdom Revisited* (2009); y *The Aging of Korea: Demographics and Retirement Policy in the Land of the Morning Calm* (2007). Tiene una Maestría en relaciones internacionales de la Maxwell School of Citizenship and Public Affairs de la Universidad de Syracuse y un bachillerato en Estudios Anglo Americanos de la Universidad de Estudios Internacionales de la Ciudad de Kobe.

SOBRE EL GLOBAL AGING INSTITUTE

El Global Aging Institute (GAI) es una organización de investigación y educativa sin fines de lucro dedicada a ampliar nuestra comprensión sobre el envejecimiento global, informar a los diseñadores de políticas públicas y al público en general sobre los retos que este fenómeno presenta y a estimular respuestas de política pública oportunas y constructivas. La agenda del GAI es amplia y aborda temas desde la seguridad previsional hasta la seguridad nacional; y su alcance es global, extendiéndose a todas las sociedades en proceso de envejecimiento alrededor del mundo.

El GAI fue fundado en el año 2014 y está ubicado en Alexandria, Virginia. Si bien el GAI es nuevo, su misión no lo es. Antes de crear el instituto, Richard Jackson, Presidente de GAI, dirigió un programa de investigación sobre el envejecimiento global en el Center for Strategic and International Studies, el cual, a lo largo de casi quince años, produjo un gran volumen de investigación y análisis de avanzada que cumplió un rol principal en orientar la discusión sobre lo que promete ser uno de los grandes desafíos del siglo veintiuno. La Mesa Directiva del GAI está presidida por Thomas S. Terry, CEO del Terry Group y past presidente inmediato de la American Academy of Actuaries. Para conocer más sobre el Global Aging Institute, puede visitar www.GlobalAgingInstitute.org.

SOBRE PRINCIPAL INTERNATIONAL

Principal International, Inc., fundada en 1990, es una división del Principal Financial Group ®.¹ Principal International brinda un amplio rango de servicios financieros y productos de ahorro a largo plazo para cubrir las necesidades de organizaciones e individuos alrededor del mundo. La división opera en 10 mercados latinoamericanos y asiáticos a través de subsidiarias propias y de *joint ventures*.

La empresa matriz de Principal International es Principal Financial Group, uno de los líderes en la administración de inversiones globales que ofrece servicios de jubilación, soluciones de seguros y administración de activos. Fundada en 1879 y miembro de FORTUNE 500®, el Principal Financial Group tiene \$530.3 millardos² en activos bajo su administración y sirve a aproximadamente 19.9 millones de clientes alrededor del mundo desde oficinas en Asia, Australia, Europa, América Latina y los Estados Unidos. Para más información visite <http://investors.principal.com/investor-relations/default.aspx>.

1. "The Principal Financial Group" es una marca registrada de Principal Financial Services, Inc.
2. Información actualizada al 31 de marzo de 2015.



www.GlobalAgingInstitute.org



www.principal.com