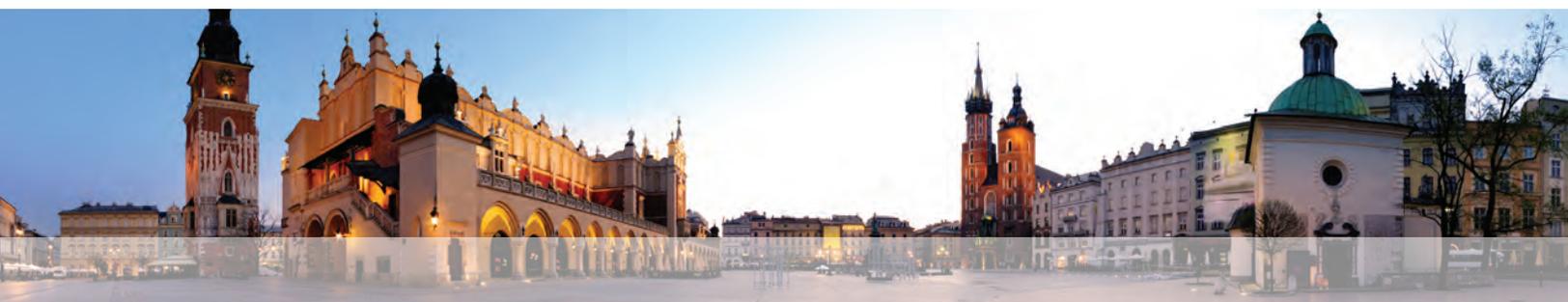


O Envelhecimento Global e a Segurança Previdenciária nas Economias Emergentes

Reavaliando o Papel dos Sistemas de Capitalização

Autores **Richard Jackson**
Keisuke Nakashima





O Envelhecimento Global e a Segurança Previdenciária nas Economias Emergentes

Reavaliando o Papel dos Sistemas de Capitalização

Autores **Richard Jackson**
Keisuke Nakashima

O Global Aging Institute não adota posições específicas sobre políticas públicas; nesse sentido, todas as posições expressadas neste documento devem ser entendidas como unicamente do(s) autor(es).

© 2015 Global Aging Institute. Todos os direitos reservados.

ISBN: 978-1-943884-20-9

Foto de capa: shutterstock.com

Global Aging Institute

913 Dalebrook Drive

Alexandria, VA 22308

703-360-3281 | www.GlobalAgingInstitute.org

Sumário

<i>Reconhecimentos</i>	iv
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1 O desafio do envelhecimento no mundo em desenvolvimento	7
CAPÍTULO 2 As vantagens do modelo de capitalização	13
Substituição de renda	
Proteção contra a pobreza	
Risco de mercado e risco político	
A economia em geral	
CAPÍTULO 3 Desafios para o desenho de sistemas de capitalização individual	33
Sistemas obrigatórios vs. voluntários	
Taxas de contribuição	
Administração privada vs. pública	
Taxas de administração	
Restrições no portfólio de investimentos	
Opção individual	
Idades de aposentadoria	
Risco de longevidade	
CONCLUSÃO	47
<i>Nota técnica sobre informação estatística e fontes citadas</i>	50
<i>Sobre os autores</i>	52

Reconhecimentos

Os autores acumularam muitas dívidas de gratidão durante seu trabalho no documento *O Envelhecimento Global e a Segurança Previdenciária nas Economias Emergentes: Reavaliando o Papel dos Sistemas de Capitalização* e têm o prazer de reconhecer as mais importantes nesta seção.

Acima de tudo, os autores são gratos à Principal International por financiar o projeto e contribuir a garantir seu sucesso. Em particular, desejam agradecer a Luis Valdes (Presidente e CEO, Principal International) e Roberto Walker Hitschfeld (Presidente, América Latina, Principal International) por acreditarem no projeto; Renee Schaaf (Vice Presidente, Strategic Planning & Business Development, Principal International) por seu incansável apoio e atenciosa realimentação; e a Richard C. Lawson (Vice Presidente, International Government Relations) por ajudar a decolar o projeto e levá-lo a uma bem sucedida conclusão.

Os autores gostariam de agradecer também a Thomas S. Terry (Chairman, Global Aging Institute) e Neil Howe (Senior Associate, Global Aging Institute) pelos seus úteis conselhos em momentos decisivos. Alison Bours (Principal, AliBDesign) merece o crédito pelo desenho do relatório. Os autores estão agradecidos não só pelo seu impecável senso do desenho, mas também por sua disposição para cumprir os prazos estabelecidos.

Enquanto os autores reconhecem e agradecem a assistência recebida durante a elaboração do relatório, eles são os únicos responsáveis por seu conteúdo.

introdução

Embora os países desenvolvidos de hoje sejam os que lideram o caminho do futuro envelhecimento da humanidade, o envelhecimento global, tal como indica a expressão, é um fenômeno mundial. Os países em desenvolvimento são em geral ainda muito mais jovens do que os países ricos, porém também estão envelhecendo e algumas economias emergentes já têm percorrido a distância demográfica toda; da juventude e crescimento à velhice e estagnação ou declínio, a uma velocidade surpreendente. Para o ano 2050, o México terá uma população quase tão idosa quanto a dos Estados Unidos; e o Brasil, Chile, China e Tailândia terão uma população mais idosa. Enquanto isso, a Coreia do Sul irá disputar com a Alemanha, Itália e Japão o título de país mais velho do mundo.¹ (Ver Gráfico 1).

Quando os países desenvolvidos iniciaram seus processos de envelhecimento, eles eram já sociedades afluentes com estados de bem-estar maduros. Porém, muitos

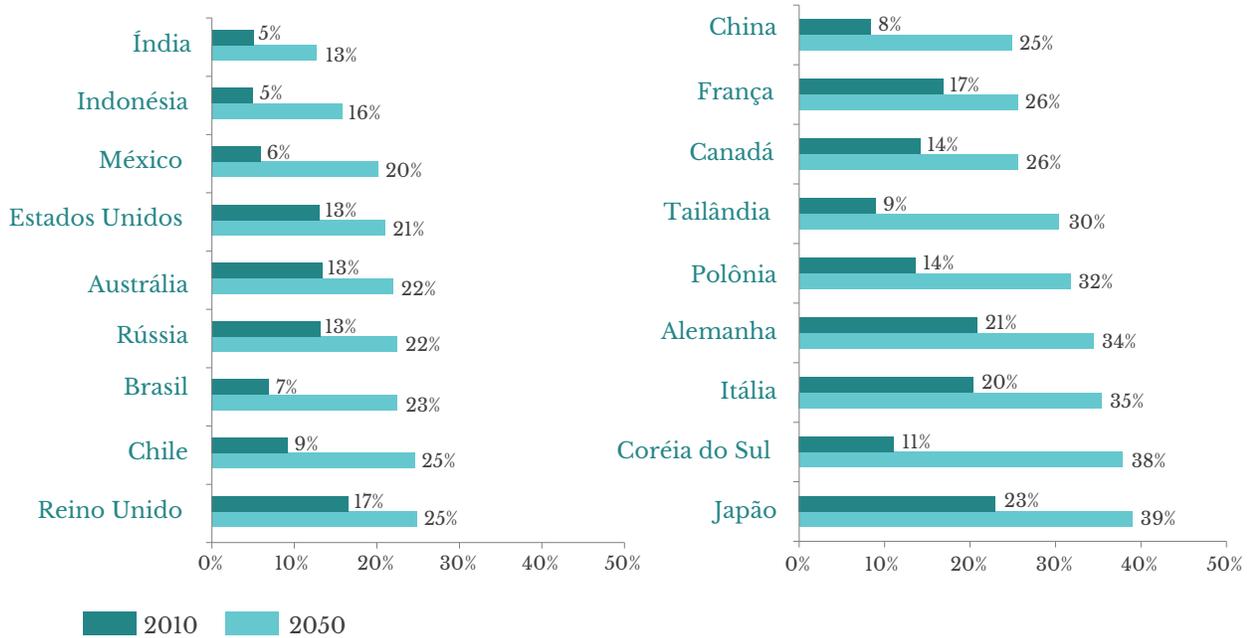
dos mercados emergentes de hoje estão envelhecendo antes de ter tido tempo para implementar mecanismos públicos ou de mercado adequados para substituir as redes familiares tradicionais de suporte dos idosos. Para os países desenvolvidos o desafio é reduzir a crescente carga que seus generosos sistemas previdenciários impõem sobre os jovens sem paralelamente debilitar

Para 2050, o México será quase tão velho quanto os Estados Unidos, enquanto que o Brasil, Chile e China serão ainda mais velhos.

a segurança que agora fornecem aos idosos. Para muitas economias emergentes, o desafio é precisamente o oposto: garantir certo nível de segurança para os idosos que hoje em dia não existe sem ao mesmo tempo impor uma carga pesada sobre os jovens.

1. Salvo indicação contrária, toda a informação demográfica mencionada neste relatório foi tomada do *World Population Prospects: The 2012 Revision* (New York: UN Population Division, 2013). Para uma discussão sobre as projeções das Nações Unidas, assim como sobre as principais fontes de informação usadas neste relatório, ver a seção “Nota técnica sobre informação estatística e fontes citadas.”

Idosos (de 65 anos ou mais), como porcentagem da população em 2010 e 2050



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

GRÁFICO 1

Até recentemente existia um crescente consenso sobre as importantes vantagens para enfrentar este desafio que ofereciam os sistemas de pensão de capitalização, onde as contribuições do trabalhador são salvas e investidas e os benefícios são pagos a partir dos ativos acumulados, sobre os sistemas de repartição, onde os trabalhadores atuais contribuem com o pagamento dos benefícios dos atuais aposentados. Algumas economias emergentes, especialmente na Ásia e África, mantiveram por muito tempo os “fundos de previdência”, que são sistemas públicos de capitalização em que todos os ativos são gerenciados centralmente pelo governo. Seguidamente, em 1981, o Chile

foi pioneiro de um novo modelo público de “capitalização individual” no qual, embora o sistema de pensões fosse obrigatório e regulamentado publicamente, os ativos seriam administrados por empresas privadas administradoras de fundos de pensões que concorriam entre elas. Nos anos seguintes, impulsionadas em parte pelas recomendações do Banco Mundial em seu documento fundacional *Averting the Old Age Crisis*², quase duas dúzias de economias emergentes, principalmente na América Latina e na Europa Central e do Leste introduziram sistemas de capitalização individual, que substituíram completa ou parcialmente os sistemas previdenciários

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

públicos de repartição. Enquanto isso, várias economias emergentes que mantiveram seus sistemas de repartição como o Brasil, China e Coréia do Sul, estão desenhando sistemas de capitalização privados complementares.

As vantagens dos sistemas de capitalização para sociedades em processo de envelhecimento, e dentre elas para economias emergentes, são amplas e importantes. Em um nível micro, os sistemas previdenciários de capitalização podem gerar maiores taxas de retorno do que os sistemas de repartição e, portanto, podem oferecer maiores taxas de substituição a qualquer taxa de contribuição.³ Enquanto os sistemas de repartição enfrentam um dilema de soma zero entre o aumento dos impostos ou o corte de benefícios conforme os países envelhecem, os sistemas de capitalização podem ajudá-los a escapar da tirania da própria demografia. Entretanto, a nível macro, os sistemas de capitalização podem ajudar a acelerar o desenvolvimento dos mercados de capitais, uma prioridade crucial de desenvolvimento conforme as populações e as economias dos mercados emergentes maduram. Dependendo de como os sistemas são estruturados e financiados, eles também podem aliviar a pressão no orçamento público, que estará sob crescente estresse pelo aumento dos custos de aposentadoria e de saúde, pois contribuem com a manutenção adequados níveis de poupança

e investimento, outra prioridade crucial para o desenvolvimento de sociedades em processo de envelhecimento.

Mas, ao mesmo tempo, os benefícios do modelo de capitalização têm sido frequentemente exagerados. Muitos dos primeiros defensores dos sistemas de capitalização individual, incluindo o Banco Mundial, acreditaram que estes sistemas reduziram a informalidade do mercado de trabalho, aumentariam os índices de cobertura previdenciária e reduziram a pobreza na terceira idade. Quando isto não aconteceu, a decepção sobre o modelo começou a aumentar. Não contribuiu o fato que muitos sistemas de capitalização individual foram inicialmente mal desenhados, com taxas de contribuição inadequadas, altas taxas de administração, regras de alocação de portfólio (ou carteira de investimentos) excessivamente restritivas e garantias de benefício mínimo ineficazes.

Na maioria de países da América Latina, o desapontamento levou a encontrar respostas de política construtivas. Começando pela “reforma das reformas” no Chile em 2008, uma nova rodada de reformas previdenciárias de “segunda geração” tem procurado melhorar a igualdade e eficiência do modelo de capitalização individual através do desenho de medidas antipobreza mais eficazes, da redução das taxas de administração e da liberalização das regras de alocação de portfólio.⁴

3. O termo “taxa de substituição” refere-se à proporção do salário antes da aposentadoria que é substituída pelos benefícios previdenciários. As taxas de substituição podem ser calculadas de várias maneiras. Neste relatório, são sempre calculadas sobre a base do salário final, isto é, como uma proporção do salário no ano imediatamente anterior à aposentadoria.

4. Ver Stephen J. Kay e 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 e Noriyuki Takayama, eds., *Closing the Coverage Gap: The Role of Social Pensions and Other Retirement Income Transfers* (Washington, DC: World Bank, 2009); e Barbara E. Kritzer, Stephen J. Kay e Tapen Sinha, “Next Generation of Individual Account Pension Reforms in Latin America,” *Social Security Bulletin* 71, no. 1 (Fevereiro 2011).

Mesmo assim, apesar da promessa dessas novas reformas, o impulso em direção a sistemas públicos de capitalização claramente estagnou. Enquanto sistemas de previdência privada complementares continuam a serem criados na maior parte do mundo em desenvolvimento, nos últimos dez anos só houve um novo sistema de capitalização individual obrigatório estabelecido no Panamá. Uns poucos países, incluindo Argentina, Hungria e Polônia têm percorrido o caminho contrário, desmantelando seus sistemas de capitalização e substituindo-os por sistemas de repartição.

Os sistemas previdenciários de capitalização podem ajudar as economias emergentes a enfrentarem o processo de envelhecimento que se avizinha no futuro.

Isto é lamentável já que existem poucas dúvidas de que os sistemas de capitalização podem desempenhar um papel importante ajudando as economias emergentes a enfrentarem o processo de envelhecimento que se avizinha no futuro. Na verdade, eles podem ser um componente essencial de qualquer estratégia bem-sucedida.

É certo que os sistemas de capitalização não constituem de maneira alguma uma solução completa para o desafio do envelhecimento. Para garantir a idoneidade geral do sistema de aposentadoria também

é essencial ter “pensões sociais” ou pisos de proteção contra a pobreza na terceira idade financiados por impostos. Porém, isto é igualmente válido para sistemas de pensão de repartição em economias emergentes com grandes setores informais. O simples fato de ser um sistema de capitalização não confere vantagens se o sistema for mal desenhado, o que, apesar das recentes reformas, continua a ser o caso de alguns sistemas de capitalização individual. Porém, os sistemas de repartição podem também ser mal desenhados, e o maior problema é que muitas vezes prometem benefícios que possivelmente não poderão ser cumpridos conforme as sociedades envelhecem. Os sistemas de capitalização são às vezes criticados por deslocarem os riscos aos trabalhadores. Mas os sistemas de repartição também acarretam riscos que podem ser tão ou até mais importantes.

Este relatório explora o desafio de garantir a idoneidade e a sustentabilidade dos sistemas de aposentadoria em economias emergentes em processo de envelhecimento, e em particular explora o papel dos sistemas de capitalização individual. Embora se apresente alguma discussão sobre os sistemas de pensão voluntários, o foco estará quase inteiramente sobre os sistemas previdenciários públicos de capitalização destinados a substituir, no todo ou em

Os sistemas de capitalização individual da América Latina continuam a ser um modelo para outros países.

parte, os sistemas previdenciários públicos de repartição. O relatório basear-se-á na evidência de países ao redor do mundo, mas irá dedicar maior atenção à América Latina e seus sistemas de capitalização individual, que acreditamos continuam a oferecer o modelo mais útil para outras economias emergentes.

Antes de continuar, é importante proporcionar uma breve explicação sobre o uso do termo “sistema previdenciário público”. Embora o modelo chileno de capitalização individual seja às vezes referido como “privado”, isto constitui um mau uso do termo. As contas pessoais obrigatórias são estabelecidas pelo Estado, são reguladas pelo Estado e são desenhadas pelo Estado para cumprir a mesma finalidade pública dos sistemas previdenciários públicos de repartição. Como tais, eles continuam sendo parte do sistema de segurança social de uma nação, mesmo que os saldos do fundo sejam de propriedade pessoal e gerenciados pelo setor privado. Também é importante compreender que, com algumas exceções para os planos de aposentadoria de funcionários públicos em alguns países, todos os sistemas públicos de capitalização são sistemas baseados em uma contribuição definida, o que significa que o nível de contribuição é fixado por lei, ao invés do nível de benefício. Tradicionalmente, todos os sistemas previdenciários de repartição eram sistemas de benefício definido, embora muitos países agora estejam fazendo a transição para “contas nocionais de contribuição definida”, que apresentam alguns dos benefícios dos sistemas de capitalização individual, incluindo maiores incentivos

para trabalhar e maior flexibilidade na idade de aposentadoria, mas não têm os benefícios econômicos da capitalização.

O primeiro capítulo descreve as principais tendências demográficas, econômicas e sociais que moldam o futuro entorno da segurança previdenciária nos países em desenvolvimento. O segundo capítulo discute as vantagens potenciais a nível micro e macro do modelo previdenciário de capitalização e também aborda as mais importantes críticas em contra. O terceiro capítulo examina alguns dos mais críticos desafios de desenho que enfrentam os sistemas de capitalização individual, desde o estabelecimento de taxas de contribuição até a gestão do risco de longevidade.

A conclusão recapitula as principais constatações do relatório—e exorta aos elaboradores de política pública a fazerem do desafio do envelhecimento uma prioridade urgente. O fato de que as economias emergentes de hoje estejam envelhecendo numa fase do desenvolvimento econômico e social anterior à dos países desenvolvidos cria uma oportunidade, mas também aumenta os interesses em jogo para a reforma da aposentadoria. Por um lado, as economias emergentes, a maioria das quais não está afetada por consideráveis obrigações previdenciárias não financiadas, têm muito maior flexibilidade do que os países desenvolvidos para projetarem sistemas de aposentadoria mais adaptados à nova realidade demográfica. Por outro lado, não enfrentar o desafio pode resultar não só em estresse fiscal e dificuldades econômicas, mas também em uma crise humanitária de envelhecimento de proporções imensas. ►

capítulo um

O DESAFIO DO ENVELHECIMENTO NO MUNDO EM DESENVOLVIMENTO

Os países em desenvolvimento estão experimentando uma transformação demográfica impressionante. Desde meados dos anos setenta, a taxa média de crescimento anual da população do mundo em desenvolvimento caiu de 2.0 para 1.1 por cento, enquanto a média de idade aumentou de 20 para 27—e estas são apenas as médias. Enquanto a transformação demográfica continua a desenrolar-se, o crescimento da população continuará a desacelerar-se e as estruturas de idade da população inexoravelmente aumentarão. Em 1975, havia dez crianças menores de 15 anos por cada adulto de 65 anos ou mais na América Latina. Para 2050, o número de idosos vivendo na América Latina será um pouco maior do que o número de crianças menores de 15 anos—e no Leste da Ásia será o dobro. Do Chile à China, as economias emergentes que são ainda associadas com famílias numerosas, grandes reservas de juventude e grandes excedentes de mão de obra estarão totalmente transformadas.

Existem duas forças por trás da transformação demográfica. A primeira

força é a queda da fecundidade. As pessoas estão tendo menos filhos e isso diminui o número relativo de jovens na população. Embora a tendência à baixa taxa de natalidade tenha começado no mundo desenvolvido, ela agora está alcançando também a maioria dos países em desenvolvimento. No Leste da Ásia, a fecundidade caiu abaixo da chamada taxa de reposição de 2.1 necessária para manter uma população estável, a única exceção sendo a Mongólia. A taxa de fecundidade também caiu bem abaixo da taxa de reposição em toda a Europa Central e do Leste, e está perto de, ou abaixo da taxa de reposição na maioria das economias líderes da América Latina. Apesar de a fecundidade ser ainda alta na maior parte do Sul da Ásia e no grande Oriente Médio, lá também está caindo rapidamente. A única região em grande parte não afetada pela tendência é a África Subsaariana. (Ver Tabela 1).

A segunda força é o aumento da esperança de vida. As pessoas estão vivendo mais tempo, e isso aumenta o número relativo de idosos na população. Em todo o mundo, a esperança de vida ao nascer aumentou

Taxa global de fecundidade e esperança de vida ao nascer, 1950-2015

	Taxa global de fecundidade				Esperança de vida ao nascer			
	1950-55	1970-75	1990-95	2010-15	1950-55	1970-75	1990-95	2010-15
LESTE DA ÁSIA	6.0	4.7	2.0	1.6	44.8	64.6	70.2	75.5
EUROPA DO LESTE	2.9	2.2	1.6	1.4	59.9	69.1	68.3	70.0
GRANDE ORIENTE MÉDIO	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
SUL DA ÁSIA	5.9	5.5	3.5	2.4	39.2	52.0	61.6	68.2
ÁFRICA SUBSAARIANA	6.4	6.6	6.1	5.2	36.8	44.6	50.0	58.0

Fonte: UN Population Division (2013)

TABELA 1

em cerca de vinte anos desde 1950—um ganho maior para a humanidade nas últimas seis décadas do que o alcançado ao longo dos seis milênios anteriores. Em todos os países desenvolvidos a esperança de vida elevou-se até perto dos 80 anos ou mais e alcançou o mesmo ou quase o mesmo nível em algumas economias emergentes. A expectativa de vida na China hoje é de 75 anos (em 1950 era de 45), no México é 77 (em 1950 era de 51), e na Coreia do Sul é 81 (em 1950 era de 48).

Conforme suas populações envelhecem, as economias emergentes encontrarão muitos dos mesmos desafios enfrentados hoje pelas economias desenvolvidas, desde o aumento da carga fiscal até o envelhecimento da mão de obra e diminuição das taxas de poupança e investimento. E o que poderia ser ainda mais grave, elas irão encontrar cada vez mais dificuldade em oferecer um nível de vida decente para os idosos sem impor uma carga pesada demais nos jovens.

Há, no entanto, uma diferença importante que talvez torne o panorama do

Conforme as economias emergentes envelhecem, elas encontrarão vários dos desafios que hoje enfrentam os países desenvolvidos.

envelhecimento ainda mais desencorajador. A tendência ao envelhecimento no mundo em desenvolvimento pode chegar a sociedades que não só são menos afluentes, mas que em muitos casos ainda não implementaram sistemas de proteção social próprios de um estado de bem-estar moderno. Na Índia, apenas um em cada dez trabalhadores gera algum benefício previdenciário formal de qualquer tipo, público ou privado. No Brasil e no México, apenas dois de cada cinco geram este benefício. Mesmo no Chile e na Coreia do Sul, a proporção é apenas de dois em cada três trabalhadores. Em muitas economias emergentes a maioria dos idosos ainda depende fortemente da família como mecanismo de suporte econômico. Contudo, as redes de apoio familiar tradicional já estão sob estresse conforme

os países se urbanizam e modernizam, e em breve estarão submetidas a uma pressão demográfica ainda maior com a diminuição do tamanho das famílias. No Brasil e Coreia do Sul, o número médio de filhos que o típico idoso pode recorrer para suporte irá se reduzir em 1.7 entre 2010 e 2040. Na China, diminuirá em 2.3 e no México em 2.4.⁵

A boa notícia é que para a maioria dos países em desenvolvimento, ao contrário do que acontece no mundo desenvolvido, a tendência ao envelhecimento encontra-se ainda além do horizonte. Se bem a queda da fecundidade e a crescente longevidade acabarão por levar a um dramático envelhecimento da população, o primeiro que elas farão será abrir uma janela de oportunidade para o desenvolvimento econômico e social. Quando a taxa de fecundidade de um país começa a cair,

o índice total de dependência de crianças e idosos em relação aos adultos em idade ativa também cai—ou, dito de outra maneira, a proporção da população em idade ativa aumenta. (Ver Tabelas 2 e 3). De fato, o número de produtores aumenta em relação ao número de consumidores, o que, mantendo outros fatores constantes, aumenta a taxa de crescimento do padrão de vida per capita. Além desta simples aritmética, a diminuição da carga de dependência também pode alterar o comportamento econômico de forma a acelerar ainda mais o ritmo de melhoria do nível de vida. É possível que a taxa de participação na força de trabalho aumente porque menos filhos liberam tempo para que os adultos e especialmente as mulheres possam participar na economia de mercado. A diminuição do tamanho da família, juntamente com a crescente esperança de vida, também aumenta os incentivos para investir mais na “qualidade”

Índice de dependência total: Crianças (de 0 a 19 anos) e Idosos (de 65 anos a mais) por cada 100 adultos em idade ativa (de 20 a 64 anos), 1975-2050

	1975	1990	2010	2030	2050
LESTE DA ÁSIA	115	83	53	60	76
EUROPA DO LESTE	74	68	55	64	74
GRANDE ORIENTE MÉDIO	136	127	89	73	70
AMÉRICA LATINA	129	106	79	69	75
SUL DA ÁSIA	124	108	80	66	67
ÁFRICA SUBSAARIANA	137	143	133	114	94

Fonte: UN Population Division (2013)

TABELA 2

5. As projeções do tamanho das famílias foram tomadas de Richard Jackson, Neil Howe e Tobias Peter, *The Global Aging Preparedness Index, Second Edition* (Washington, DC: CSIS, 2013).

População em idade ativa (de 20 a 64 anos), como percentagem da população, 1975-2050

	1975	1990	2010	2030	2050
LESTE DA ÁSIA	46%	55%	65%	62%	57%
EUROPA DO LESTE	58%	59%	65%	61%	58%
GRANDE ORIENTE MÉDIO	42%	44%	53%	58%	59%
AMÉRICA LATINA	44%	48%	56%	59%	57%
SUL DA ÁSIA	45%	48%	55%	60%	60%
ÁFRICA SUBSAARIANA	42%	41%	43%	47%	52%

Fonte: UN Population Division (2013)

TABELA 3

dos filhos e, portanto, da força de trabalho futura. Esta dinâmica é chamada “dividendo demográfico” e tem sido uma força chave por trás do desenvolvimento das economias emergentes de hoje e especialmente da ascensão meteórica do Leste da Ásia.⁶

Grande parte do mundo em desenvolvimento encontra-se agora atravessando um momento demográfico favorável.

É certo que a velocidade e a oportunidade da transformação demográfica do mundo em desenvolvimento variam imenso. Em algumas partes do mundo em desenvolvimento, incluindo quase todos os países da África Subsaariana e alguns do

Grande Oriente Médio, a transformação estagnou-se em seus estágios iniciais. Nesses casos, a janela de oportunidade demográfica para o desenvolvimento rápido não abriu ainda—e pode nunca o fazer a menos que as taxas de fecundidade caiam. Enquanto isso, em outros lugares a transformação demográfica desenvolveu-se a um ritmo de tirar o fôlego. Os países do Leste da Ásia, onde a fecundidade caiu mais rápido do que em outros lugares, já estão aproximando-se do ponto de inflexão demográfico onde a diminuição do número de crianças é ultrapassada pelo crescimento do número de idosos, e a carga de dependência mais uma vez começa a subir. A demografia também vai afetar o crescimento econômico em toda a Europa Central e do Leste, onde o declínio da fecundidade não foi tão acentuado quanto no Leste da Ásia, mas começou muito mais cedo. Neste

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

caso também, a janela de oportunidade demográfica para o desenvolvimento rápido já está se fechando. Ainda assim, grande parte do mundo em desenvolvimento, incluindo todo o Sul da Ásia, a América Latina e partes do Grande Médio Oriente, encontra-se agora atravessando um momento demográfico favorável que está projetado para durar várias décadas.

O envelhecimento da população do mundo em desenvolvimento pouca dois desafios fundamentais para as economias emergentes de hoje. O primeiro desafio é alavancar o dividendo demográfico criado pela queda da fecundidade. A situação demográfica favorável que a maioria do mundo em desenvolvimento agora desfruta pode abrir uma janela de oportunidade para o desenvolvimento econômico e social, mas não garante o sucesso. Sem uma boa gestão macroeconômica e políticas trabalhistas e pró-empresa que estimulem o crescimento, uma boa governança e grandes investimentos em infraestrutura e capital humano, esta oportunidade única para aumentar a renda e a riqueza da sociedade pode ser desperdiçada. A importância do ambiente econômico, social e político se faz evidente nas vastas diferenças de desempenho econômico entre os países em desenvolvimento. Se tudo o que importasse fosse a demografia, a maioria das economias emergentes estaria crescendo tão ou mais rapidamente que os países do Leste da Ásia.

Todas as economias emergentes precisam tanto de um sistema de pensão contributivo quanto de um piso de proteção não contributivo contra a pobreza na velhice.

O segundo desafio é se preparar para as ondas de envelhecimento que se aproximam além do horizonte. A maioria dos especialistas concorda que todas as economias emergentes precisam tanto de um sistema previdenciário contributivo, cujos benefícios ajudem a substituir a renda dos participantes quando eles se aposentem, quanto de um sistema não contributivo que sirva como piso de proteção contra a pobreza na velhice.⁷ Embora alguns países desenvolvidos tentem cumprir com o duplo objetivo da política previdenciária de substituir renda e proteger da pobreza através do mesmo sistema público previdenciário contributivo, isto não é viável na maioria das economias emergentes, onde a combinação entre fraca aplicação das leis e altos níveis de trabalho autônomo e emprego irregular tornam quase impossível para um sistema contributivo garantir algo próximo à cobertura universal. Implementar uma robusta rede de proteção contra a velhice não é apenas uma questão de garantir bem-estar social. Em economias emergentes com processos de envelhecimento rápido onde

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

as forças da modernização e a diminuição do tamanho da família combinam-se para enfraquecer as redes tradicionais de apoio familiar, o fracasso em fazê-lo pode provocar uma crise social e política.

Quanto ao sistema de pensão contributivo, este deve ser idôneo e sustentável. Enquanto o modelo previdenciário de repartição possa a escolha mais tentadora quando as sociedades são jovens e estão se expandindo e quando os contribuintes ativos superam em número aos aposentados filiados, os excedentes das contribuições salariais eventualmente diminuirão e desaparecerão, e as obrigações não financiadas terão de ser pagas. No longo prazo, acreditamos que o modelo de capitalização é o mais adequado para oferecer segurança previdenciária confiável conforme as economias emergentes envelhecem. ►

capítulo dois

AS VANTAGENS DO MODELO DE CAPITALIZAÇÃO

Por mais de duas décadas as vantagens do modelo previdenciário de capitalização, e particularmente dos sistemas de contas pessoais, foram objeto de muito debate e pesquisa.⁸ Os defensores do modelo têm sido às vezes culpados de distorcer suas vantagens, mas os críticos também foram culpados de exagerar suas limitações, que muitas vezes acabam sendo também as mesmas do modelo de repartição. Perdida entre essas idas e voltas encontra-se qualquer avaliação realista sobre quão bem os dois modelos poderão ajudar as economias emergentes a enfrentar um dos principais desafios do século XXI: o dramático envelhecimento de suas populações.

Este capítulo discute as potenciais vantagens do modelo previdenciário de capitalização para economias emergentes

em processo de envelhecimento, e também se ocupa das críticas mais importantes levantadas em contra. A primeira seção foca-se na função central de substituição de renda dos regimes previdenciários contributivos, e apresenta matrizes de taxa de substituição que demonstram que, em quase todos os cenários razoáveis, os sistemas de capitalização obterão melhores resultados do que os sistemas de repartição conforme as economias emergentes de hoje envelhecem. A segunda seção trata do desafio de garantir uma ampla cobertura e adequada proteção contra a pobreza na velhice, enquanto a terceira considera os desafios apresentados pelos riscos de mercado e riscos políticos. A quarta seção brevemente considera os benefícios potenciais a nível macro dos sistemas de capitalização e, em particular, seu impacto sobre o equilíbrio fiscal, as poupanças nacionais e o desenvolvimento do mercado de capitais.

8. Entre os estudos mais importantes encontram-se Zvi Bodie, Alan J. Marcus e Robert C. Merton, “Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?” em Zvi Bodie, John B. Shoven e 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 e 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 e Juan Yermo, *Keeping the Promise of Social Security in Latin America* (Washington, DC: World Bank, 2005); Kay e Sinha, eds., *Lessons from Pension Reform in the Americas*; e OECD, *Pensions at a Glance: Latin America and the Caribbean* (Paris: OECD, 2014).

Para 2050, o índice de dependência dos idosos sobre os adultos em idade ativa estará a caminho de duplicar, triplicar ou até quadruplicar nas economias emergentes de hoje.

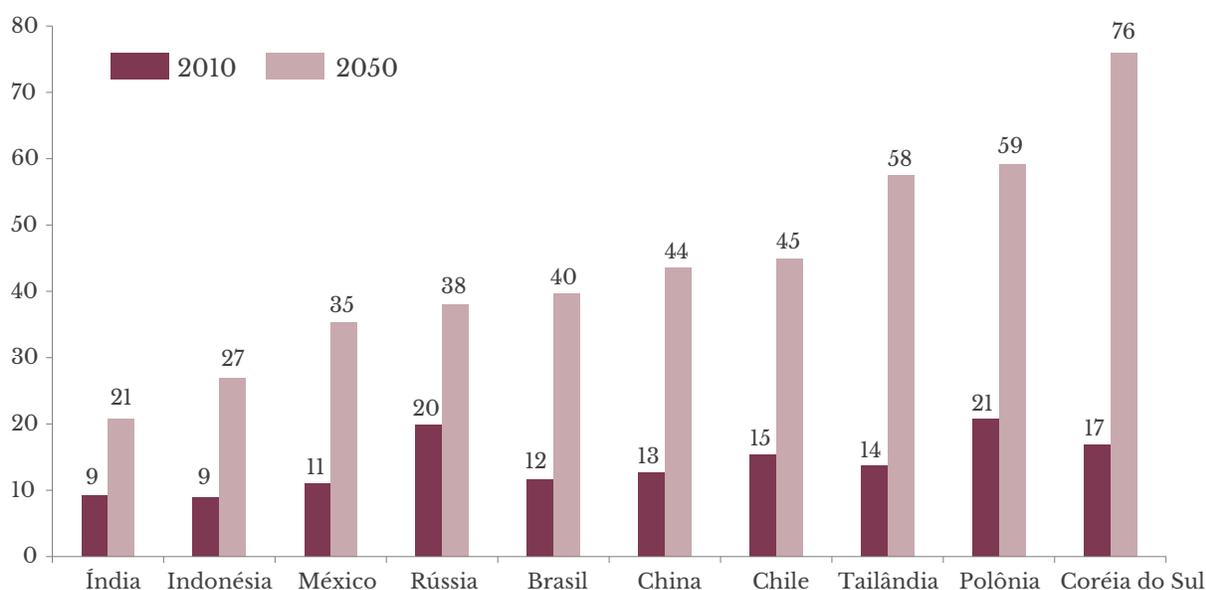
SUBSTITUIÇÃO DE RENDA

O objetivo fundamental de qualquer sistema de pensões contributivo é proporcionar aos filiados uma adequada renda durante a aposentadoria a um custo acessível. À medida que as economias emergentes de hoje envelhecem, atingir este objetivo tornar-se-á um desafio crescente. A queda da fecundidade e o aumento da longevidade traduzem-se diretamente em um crescente

índice de dependência dos idosos sobre os adultos em idade ativa e, mantendo-se todos os outros elementos constantes, um aumento no índice de dependência dos idosos por sua vez traduz-se diretamente em um aumento dos custos dos sistemas previdenciários de repartição. Para o ano 2050, o índice de dependência dos idosos, e junto com ele as cargas potenciais em trabalhadores e contribuintes, estarão a caminho de duplicar, triplicar ou até quadruplicar nas economias emergentes de hoje. (Ver Gráfico 2).

Enquanto essa mudança demográfica ganha velocidade, os sistemas previdenciários de capitalização serão capazes de fornecer a mesma taxa de substituição com uma menor taxa de contribuição do que os

Índice de dependência dos idosos: Número de idosos (de 65 anos a mais) por cada 100 adultos em idade ativa (de 20 a 64 anos) em 2010 e 2050



Fonte: UN Population Division (2013)

GRÁFICO 2

Taxa de crescimento anual média da população em idade ativa (de 20 a 64 anos), por década, 1980s-2040s

	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%
ÍNDIA	2.6%	2.4%	2.2%	1.7%	1.2%	0.8%	0.3%
INDÔNESIA	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%
POLÔNIA	0.6%	0.4%	0.8%	-0.6%	-0.9%	-0.7%	-1.8%
RÚSSIA	0.7%	0.1%	0.5%	-0.7%	-1.0%	-0.6%	-1.4%
CORÉIA DO SUL	2.9%	1.4%	0.8%	0.5%	-0.9%	-1.3%	-1.3%
TAILÂNDIA	3.6%	2.1%	1.3%	0.3%	-0.6%	-1.2%	-1.3%

Fonte: UN Population Division (2013)

TABELA 4

regimes de pensão de repartição poderiam fornecer—ou, dito de outra maneira, uma taxa de substituição mais alta com a mesma taxa de contribuição. Em épocas de rápido crescimento da força de trabalho e dos salários, a taxa de crescimento da folha de pagamento, que determina o retorno das contribuições em um sistema de repartição, pode exceder a taxa de retorno ao capital, a qual determina o retorno das contribuições em um sistema de capitalização. Mas quando a força de trabalho cresce mais lentamente ou contrai-se, e quando o crescimento dos salários desacelera, o sistema de capitalização resulta mais vantajoso.⁹ Nas próximas

décadas o crescimento da força de trabalho irá desacelerar dramaticamente ao redor do mundo em desenvolvimento, à medida que o impacto da recente redução nas taxas de fecundidade ascender a escada etária. (Ver Tabela 4). Enquanto isso, pelo menos em economias emergentes mais desenvolvidas economicamente, onde o potencial para dar enormes saltos na produtividade já foi esgotado, o crescimento dos salários será inevitavelmente mais lento, chegando à níveis similares aos do mundo desenvolvido.

Para ilustrar a vantagem do modelo de capitalização em sociedades em processo de envelhecimento, projetamos as taxas de

9. Em relação à teoria sobre as taxas de retorno dos sistemas de repartição e capitalização ver entre outros, 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 (Dezembro 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 e Jeffrey B. Liebman, “Social Security,” em Alan J. Auerbach e Martin Feldstein, eds, *Handbook of Public Economics*, vol. 4 (Amsterdam: Elsevier B.V., 2002); e World Bank, *Averting the Old Age Crisis*.

À medida que as economias emergentes envelhecem, os sistemas de capitalização poderão oferecer taxas de substituição mais altas do que os sistemas de repartição.

substituição do salário final para o ano 2050 para sistemas de repartição e capitalização individual com custos equivalentes em três países com futuros demográficos muito diferentes: Índia (que irá experimentar um modesto envelhecimento da população), Chile (que irá experimentar um significativo envelhecimento da população) e Coréia do Sul (que irá experimentar um dramático envelhecimento da população). Observe-se que as projeções das taxas de substituição são para sistemas previdenciários estilizados e não se referem aos sistemas de pensão existentes em qualquer um dos países. Em todos os três países, e tanto para o sistema de repartição quanto para o sistema de capitalização individual, assume-se que a taxa de contribuição é de 12.5 por cento, que a vida laboral dura quarenta anos, e que os trabalhadores se aposentam aos 65 anos de idade. As diferenças nas projeções das taxas de substituição na Índia, Chile e Coreia do Sul devem-se, portanto, unicamente às diferenças demográficas. Para as projeções do sistema de capitalização individual, onde a esperança de vida aos 65 anos é a única variável demográfica que afeta as taxas de substituição, estas diferenças são relativamente pequenas. Para as projeções correspondentes aos sistemas de repartição nos quais as taxas de substituição dependem adicionalmente da taxa de crescimento da

população em idade ativa, as diferenças são enormes.

Para cada um dos três países mostramos também as taxas de substituição sob diferentes cenários de crescimento dos salários reais e de taxas de retorno reais. Para as projeções dos sistemas de capitalização individual, ambas as variáveis são relevantes. Enquanto uma taxa de retorno real mais alta aumenta a taxa de substituição de um sistema de capitalização individual, uma taxa de crescimento dos salários reais mais alta diminui. Embora a dinâmica muitas vezes não seja percebida, é um fato imutável da economia da aposentadoria que, quanto mais rápido cresce a renda, maior é a proporção dessa renda que precisa ser poupada a cada ano a fim de gerar a mesma taxa de substituição do salário final. Embora as taxas de substituição dos sistemas de repartição não sejam afetadas pelas taxas de retorno, elas variam com o crescimento dos salários reais, o que aqui empurra na direção oposta e aumenta as taxas de substituição. As taxas de substituição dos sistemas de capitalização individual são, portanto, projetadas sob variadas suposições para ambas as variáveis e apresentadas como matrizes. As taxas de substituição dos sistemas de repartição são projetadas sob diferentes cenários de crescimento dos salários reais e apresentadas em uma única linha por baixo de cada matriz das taxas de substituição dos sistemas de capitalização individual. As células sombreadas nas matrizes indicam a combinação entre as suposições da taxa de retorno real e as de crescimento dos salários reais sob as quais o modelo de capitalização mostraria um

Índia: Projeções estilizadas das taxas de substituição

Taxas de substituição do sistema de capitalização individual em 2050 versus taxas de substituição do sistema de repartição acessíveis, assumindo a mesma taxa de contribuição de 12.5 por cento*

Taxa de crescimento do salário real

	CAPITALI- ZAÇÃO	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
Taxa 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%
	REPARTIÇÃO	78%	73%	68%	63%	58%

Supera o sistema de repartição

*As projeções do sistema de capitalização individual assumem uma vida laboral de 40 anos, uma idade de aposentadoria de 65 anos e taxas de administração equivalentes a 0.5 por cento dos ativos. As projeções do sistema de repartição assumem uma idade de aposentadoria de 65 anos e uma indexação de preços dos atuais benefícios.

Fonte: Cálculos do GAI

TABELA 5

melhor desempenho do que o modelo de repartição dada a demografia do país em questão. (Ver Tabelas 5, 6 e 7).

Considere primeiro o caso da Índia, com sua alta taxa de fecundidade e demografia ainda jovem. Embora a Índia esteja em processo de envelhecimento, ainda manterá uma população e força de trabalho em rápido crescimento nas próximas décadas. Além disso, enquanto sua vasta reserva de mão de obra subempregada move-se do sector agrícola para o mais produtivo sector de manufatura, é possível que o crescimento do salário real seja mais alto, talvez até mesmo

na faixa de 3 a 5 por cento, um desempenho alcançado por muitas das economias emergentes do Leste da Ásia durante sua fase de crescimento mais acelerado. Nestas circunstâncias, como mostra a Tabela 5, é provável que um sistema previdenciário de repartição forneça taxas de substituição mais altas do que um sistema de capitalização individual. De fato, dada a jovem demografia da Índia, o crescimento dos salários reais teria que ser em média não maior do que 2.0 por cento ao ano para que a vantagem mude decisivamente a favor do modelo de capitalização. Em níveis mais altos de crescimento dos salários,

Chile: Projeções estilizadas das taxas de substituição

Taxas de substituição do sistema de capitalização individual em 2050 versus taxas de substituição do sistema de repartição acessíveis, assumindo a mesma taxa de contribuição de 12.5 por cento*

		Taxa de crescimento do salário real					Supera o sistema de repartição	
		CAPITALI-ZAÇÃO	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%		1.0%
Taxa de retorno real	3.0%		26%	29%	32%	35%		39%
	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%
	REPARTIÇÃO		35%	33%	32%	30%	28%	

*As projeções do sistema de capitalização individual assumem uma vida laboral de 40 anos, uma idade de aposentadoria de 65 anos e taxas de administração equivalentes a 0.5 por cento dos ativos. As projeções do sistema de repartição assumem uma idade de aposentadoria de 65 anos e uma indexação de preços dos atuais benefícios.
Fonte: Cálculos do GAI

TABELA 6

o sistema de capitalização individual teria dificuldades para fornecer taxas de substituição adequadas.

Agora considere o Chile, cuja taxa de fecundidade mais baixa denota que irá experimentar um envelhecimento da população consideravelmente maior do que a Índia, e onde o crescimento do salário real provavelmente seja muito menor. Como mostra a Tabela 6, é esperado que um sistema de capitalização individual forneça taxas de substituição mais altas do que um sistema de repartição em quase todos os cenários razoáveis. Se o crescimento

do salário real continuar crescendo na média de 2.0 por cento, similar ao recorde histórico no Chile durante os últimos vinte e cinco anos, a taxa de retorno real sobre as contribuições teria que cair por baixo de 3.0 por cento, o que muitos economistas consideram uma taxa de retorno livre de risco, para que o modelo de capitalização perca sua vantagem relativa. Com um crescimento do salário real de 2.0 por cento e uma taxa de retorno real de 4.5 por cento, uma suposição padrão para uma carteira de ações e títulos diversificada globalmente, a vantagem relativa seria enorme: uma taxa de substituição de 51 por cento no sistema

Coréia do Sul: Projeções estilizadas das taxas de substituição

Taxas de substituição do sistema de capitalização individual em 2050 versus taxas de substituição acessíveis do sistema de repartição, assumindo a mesma taxa de contribuição de 12.5 por cento*

Taxa de crescimento do salário real

		3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
Taxa de retorno real	CAPITALI-ZAÇÃO	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
	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%	
REPARTIÇÃO		21%	20%	19%	18%	17%

Supera o sistema de repartição

*As projeções do sistema de capitalização individual assumem uma vida laboral de 40 anos, uma idade de aposentadoria de 65 anos e taxas de administração equivalentes a 0.5 por cento dos ativos. As projeções do sistema de repartição assumem uma idade de aposentadoria de 65 anos e uma indexação de preços dos atuais benefícios.

Fonte: Cálculos da GAI

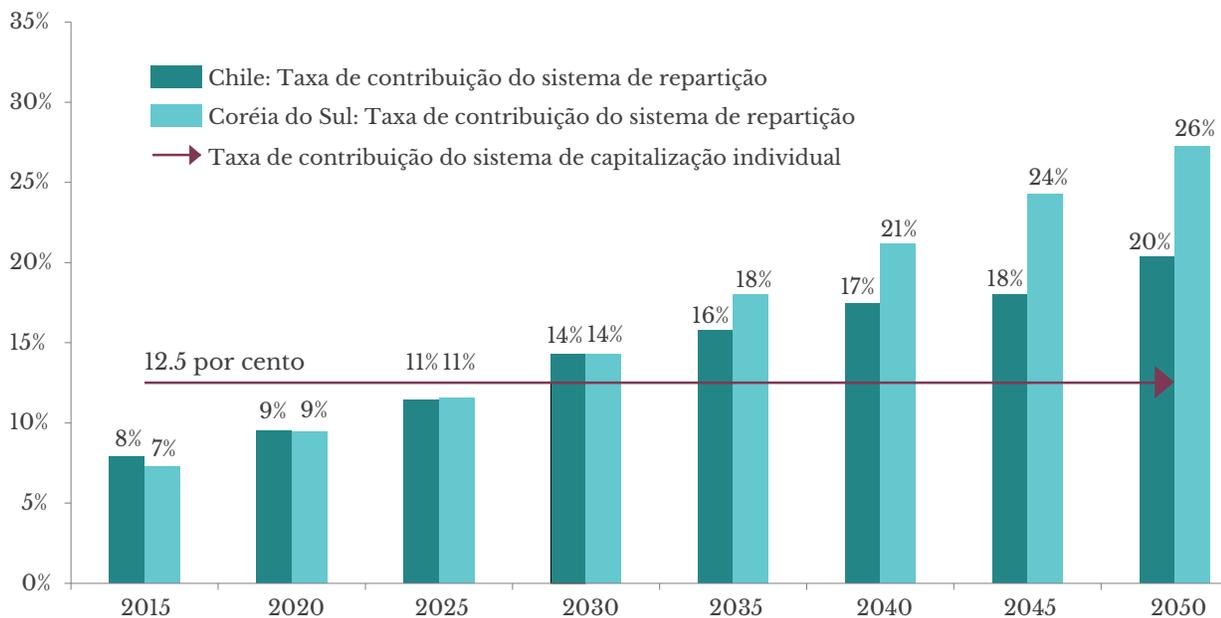
TABELA 7

de capitalização individual versus uma taxa de substituição de 32 por cento no sistema de repartição. Se o crescimento do salário real fosse em média de 1.0 por cento, mais perto do registro histórico na maioria dos outros países da América Latina, a vantagem do sistema de capitalização individual seria ainda maior: uma taxa de substituição de 63 por cento, mais de duas vezes a taxa de substituição de 28 por cento que poderia oferecer um sistema de repartição. Não é que o Chile seja um caso inusitado. O modelo de capitalização teria uma vantagem similar em muitas outras economias emergentes que enfrentam desafios de

envelhecimento similares, desde o Brasil e México à Turquia, Tailândia e Vietnã.

Finalmente, considere a Coreia do Sul, cuja enorme onda de envelhecimento e aguda contração da população em idade ativa conferem ao modelo de capitalização uma esmagadora vantagem. Aqui, como mostra a Tabela 7, não há nenhum cenário razoável no qual um sistema de capitalização individual não possa oferecer taxas de substituição mais altas do que um sistema de repartição. Com um crescimento do salário real de 2.0 por cento e uma taxa de retorno real de 4.5 por cento, a taxa de substituição do sistema de

Taxas de contribuição no sistema de repartição requeridas no Chile e Coréia do Sul para obter a mesma taxa de substituição obtida com uma taxa de contribuição de 12.5 por cento no sistema de capitalização individual, 2015-2050*



*As projeções do sistema de capitalização individual assumem um crescimento dos salários reais de 2.0 por cento, uma taxa de retorno real de 4.5 por cento, uma vida laboral de 40 anos, uma idade de aposentadoria de 65 anos e taxas de administração equivalentes a 0.5 por cento dos ativos. As projeções do sistema de repartição assumem um crescimento dos salários reais de 2.0 por cento, uma idade de aposentadoria de 65 anos e uma indexação de preços dos atuais benefícios.

Fonte: Cálculos do GAI

GRÁFICO 3

capitalização individual seria de 49 por cento, em comparação com apenas 19 por cento do sistema de repartição. Se o crescimento do salário real for de 1.0 por cento em média, o que não é muito baixo para um país de renda alta, a taxa de substituição do sistema de capitalização individual seria 61 por cento, mais de três vezes da taxa de substituição de 17 por cento que poderia oferecer um sistema de repartição. O modelo de capitalização poderia obter uma vantagem semelhante esmagadora em outros Tigres asiáticos, onde a taxa de fecundidade caiu tanto quanto ou até mais do que na Coréia do Sul. Sua vantagem será quase da mesma dimensão nos

países da Europa Central e do Leste, onde a fecundidade é significativamente menor do que a taxa de reposição e está dando início a um futuro de hiperenvelhecimento e um íngreme declínio populacional.

Até agora nossas comparações têm assumido que as taxas de substituição dos sistemas de repartição estão restritas a uma taxa acessível de contribuição de 12.5 por cento. Mas, e se, ao invés de reduzir benefícios, os sistemas de repartição coletassem as taxas de contribuição até o nível necessário para igualar as taxas de substituição oferecidas pelos sistemas

Em economias emergentes com sistemas previdenciários de repartição, é possível que a única eleição esteja entre benefícios inadequados e benefícios inacessíveis.

de capitalização individual? Os sistemas de repartição podem parecer acessíveis quando o número de contribuintes for consideravelmente maior do que os beneficiários. Mas, à medida que os sistemas maduram e as populações envelhecem, as taxas de contribuição necessárias para pagar o mesmo benefício elevam-se consideravelmente. No Chile, assumindo um crescimento do salário real de 2.0 por cento e uma taxa de retorno real de 4.5 por cento, a taxa de contribuição de um sistema de repartição teria que aumentar para 20 por cento da folha de pagamento para o ano 2050, a fim de igualar a taxa de substituição que poderia ser gerada por um sistema de capitalização individual, com uma taxa de contribuição inalterada de 12.5 por cento. Na Coreia do Sul, a taxa de contribuição do sistema de repartição teria de aumentar para 26 por cento da folha de pagamento. (Ver Gráfico 3). Em suma, a única opção para países que estão envelhecendo rapidamente com sistemas previdenciários de repartição talvez esteja entre benefícios inadequados ou benefícios que são impagáveis.

Alguns economistas podem objetar que esta análise exagere a vantagem relativa dos sistemas de capitalização, dado que é muito provável que a taxa de retorno de capital se reduza enquanto as sociedades envelhecem. Existem duas versões para este argumento. A primeira, às vezes chamada a “hipótese da deterioração do valor dos ativos” (*asset meltdown*), considera que os preços dos ativos irão cair à medida que gerações mais numerosas em idade de aposentadoria (e seus fundos de pensão) tentem vender seus ativos às gerações menos numerosas de trabalhadores.¹⁰ Enquanto a população que envelhece reduz a taxa de retorno dos sistemas de repartição porque impulsiona o aumento do índice de dependência por idade, também reduz a taxa de retorno dos sistemas de capitalização porque reduz os preços dos ativos. No entanto, isso só seria certo em uma economia fechada. Com mercados financeiros globais e abertos, pelo menos no futuro previsível, os aposentados em países mais velhos e que crescem mais lentamente, sempre poderão encontrar em outras partes do mundo algumas gerações mais numerosas de trabalhadores dispostas a comprarem seus ativos. A segunda versão do argumento defende que conforme o PIB cresce lentamente em sociedades que envelhecem com mão de obra estagnada ou contraída, a taxa de retorno de capital deve cair em tandem.¹¹ Afinal, se não cair, a renda do capital eventualmente consumiria mais do que todo o PIB. Mas, de fato, essa restrição só seria aplicável se todo o retorno do capital fosse sempre reinvestido ano após ano, algo que nunca aconteceu nem nunca acontecerá.

10. Ver entre outros, Sylvester J. Schieber e 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 (Novembro 2001); e Kyung-Mook Lim e David N. Weil, “The Baby Boom and the Stock Market Boom,” *The Scandinavian Journal of Economics* 105, no. 3 (Setembro 2003).

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

O leitor pode perguntar-se como a diversificação global que os sistemas de capitalização permitem pode ser útil se toda a população do mundo está envelhecendo. A explicação encontra-se na diferente velocidade e tempo do envelhecimento global. Como o termo corretamente indica, quase todos os países do mundo irão experimentar alguma mudança em direção a um crescimento mais lento de sua população e uma estrutura etária mais velha. Isto não significa, contudo, que o mundo está convergindo demograficamente. A maioria dos países mais jovens de hoje (como os países da África Subsaariana e o Sul da Ásia) deve experimentar o menor nível de envelhecimento. A maioria dos países mais velhos de hoje (como os países da Europa e do Leste da Ásia) deve experimentar o envelhecimento mais agudo. Em consequência, o mundo assistirá a uma maior divergência ou “espalhamento” de resultados demográficos nas próximas décadas. Durante os anos sessenta, 99 por cento da população mundial vivia em nações que cresciam em taxas entre +0.5 e +3.5 por cento ao ano. Para os 2030, este 99 por cento estender-se-á em nações que crescerão entre -1.0 por cento e +3.5 por cento ao ano. Para então, a maioria das nações crescerá mais lentamente e de fato muitas irão contrair, mas algumas ainda estarão a crescer a um ritmo acelerado de 3 por cento ou mais por ano. Nos anos sessenta, 99 por cento da população vivia também em nações com uma idade média entre 15 e 36 anos. Para os 2030, este 99 por cento irá aumentar a uma idade média entre 18 e 54.¹² Mais uma

vez, a tendência orienta-se a uma crescente diversidade demográfica.

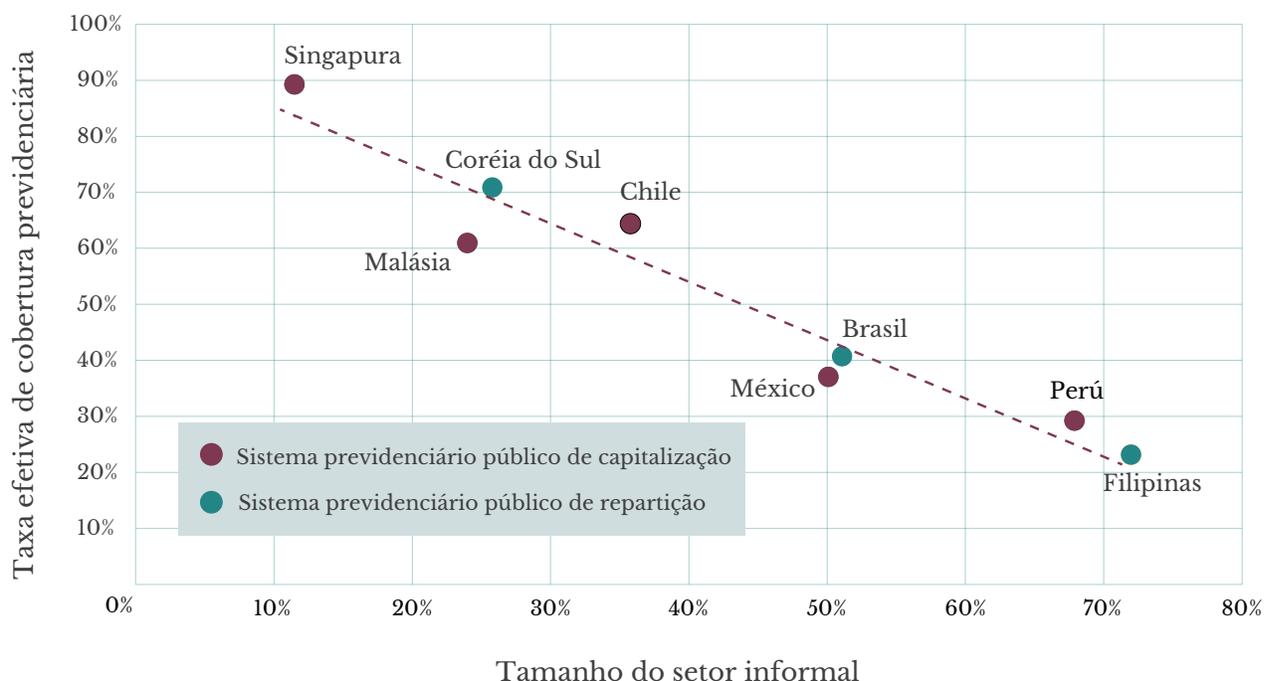
Naturalmente, é possível que as taxas de retorno de capital sejam menores no futuro do que têm sido no passado. Na verdade, com o mundo inundado de poupanças em excesso, essa perspectiva parece perfeitamente plausível, pelo menos no curto prazo. No entanto, ao mesmo tempo, é difícil acreditar que a taxa de retorno global do capital será, no longo prazo, menor que a taxa de crescimento da folha de pagamento em países que estão envelhecendo rapidamente e com mão de obra estagnada ou contraída. Pelo contrário, é provável que seja consideravelmente mais alta.

PROTEÇÃO CONTRA A POBREZA

Além de permitir que os trabalhadores possam adiar o recebimento de alguns dos rendimentos ganhos durante seus anos de trabalho até sua aposentadoria—o que os economistas chamam de “atenuação do consumo no ciclo de vida” (*lifetime consumption smoothing*)—os sistemas de aposentadoria também servem para outro propósito de política pública vital: a proteção dos trabalhadores contra a pobreza na velhice. As economias emergentes ao redor do mundo devem lidar com o mesmo problema: os trabalhadores do setor informal não conseguem contribuir ao sistema de pensões público, e, mesmo quando contribuem, fazem-no irregularmente, o que significa que os benefícios finais que recebem sejam provavelmente insuficientes.

12. Estes cálculos baseiam-se no *World Population Prospects: The 2006 Revision* (New York: UN Population Division, 2007.) Ver Richard Jackson e Neil Howe, *The Graying of the Great Powers: Demography and Geopolitics in the 21st Century* (Washington, DC: CSIS, 2008).

Taxa efetiva de cobertura previdenciária e tamanho do setor informal* no ano mais recente sobre o que existe informação disponível



*O setor informal é definido como o emprego informal como proporção do emprego total não agrícola. Fonte: Donghyun Park, ed., *Pension Systems and Old-Age Income Support in East and Southeast Asia* (Manila: ADB, 2012), 114 e 129; *World Social Protection Report 2014/15* (Geneva: ILO, 2014), 270; AIOS Statistical Bulletin (2012); *Is Informal Normal?* (Paris: 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, March 2012), 55; Melisa R. Serrano, ed., *Between Flexibility and Security* (Jakarta: ASEAN Services Employees Trade Unions Council, 2014), 60 e 108; e autoridades previdenciárias e institutos nacionais estatísticos.

GRÁFICO 4

À primeira vista, poderia se supor que os sistemas previdenciários de capitalização e especialmente os sistemas de capitalização individual, serão mais efetivos em encorajar uma maior participação do que os sistemas de repartição. Como os benefícios pagos são diretamente proporcionais às contribuições pagas, e como os saldos das contas são propriedade pessoal, os trabalhadores podem estar menos propensos a considerar suas contribuições como um imposto. Muitos dos primeiros defensores do sistema de

contas pessoais durante as décadas de 1980 e 1990, incluindo aqueles do Banco Mundial, acreditaram que os incentivos inerentes aos sistemas de capitalização individual poderiam ser especialmente importantes em países da América Latina, onde a confiança no governo tem sido historicamente baixa e o cumprimento das obrigações fiscais tem sido difícil de garantir.

Infelizmente, a implementação destes sistemas não obteve esses resultados. Há pouca evidência persuasiva de que os

Quando as economias emergentes têm grandes setores informais, nenhum sistema previdenciário contributivo pode garantir cobertura universal.

sistemas previdenciários de capitalização tenham aumentado a participação naquelas economias emergentes que os adotaram. Porém, é importante notar que há também pouca evidência convincente de que estes sistemas tenham diminuído a participação. A verdade é que quando a informalidade do mercado de trabalho é alta e a confiança no governo é baixa, nenhum sistema previdenciário contributivo, seja como estiver estruturado e financiado, pode conseguir qualquer coisa perto de uma cobertura universal. Em todo o mundo em desenvolvimento, o nível de cobertura previdenciária está estreitamente correlacionado com o tamanho do setor informal. (Ver Gráfico 4). A Coreia do Sul e a Malásia têm setores formais relativamente grandes e taxas de cobertura previdenciária relativamente altas. O fato de que a primeira tenha um sistema de repartição e a segunda tenha um sistema de capitalização parece fazer pouca diferença. As Filipinas e o Peru têm setores formais relativamente pequenos e taxas de cobertura previdenciária relativamente baixas. Mais uma vez, o fato de que a primeira tenha um sistema de repartição e o segundo um sistema de capitalização parece fazer pouca diferença.

Não surpreende que o problema de cobertura seja especialmente agudo entre os que ganham menores salários. Um estudo revelou que no Brasil a taxa do contribuinte ativo em 2002 foi de 17 por cento para o quintil de renda mais baixa, mas foi de 67 por cento para o quintil de renda mais alta. No México, essa taxa foi de 10 por cento para o quintil mais baixo, mas de 56 por cento para o mais alto, enquanto que no Chile foi de 40 por cento para o mais baixo, mas 70 por cento para o mais alto.¹³ Outros estudos descobriram que a taxa do contribuinte ativo na América Latina também é mais baixa para mulheres do que para homens, para trabalhadores mais jovens do que para trabalhadores mais velhos, para trabalhadores em pequenas empresas do que para trabalhadores em grandes empresas e para trabalhadores autônomos isentos inteiramente de contribuições obrigatórias em muitos países, do que para trabalhadores assalariados.¹⁴ Observe-se que a “taxa do contribuinte ativo” refere-se à proporção de trabalhadores que contribui ao sistema previdenciário em um determinado ano. As “taxas de filiação”, que se referem à proporção de trabalhadores inscritos no sistema de pensões, são normalmente muito mais altas. O problema na maioria dos países, portanto, não é a falta de cobertura previdenciária em si, mas a falta de cobertura previdenciária consistente.

Os governos estão muito conscientes do problema e, ao longo dos anos, tentaram abordá-lo de várias maneiras. A maior parte

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

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

dos sistemas previdenciários da América Latina, sejam eles de repartição ou de capitalização, tem um mínimo de benefícios garantidos que deveria fornecer um mínimo de proteção contra a pobreza na velhice. Mas essas garantias não fazem nada para ajudar aos trabalhadores que não contribuem para sistema previdenciário algum. Nem tampouco para ajudar àqueles que o fazem, desde que a elegibilidade para os benefícios subsidiados geralmente exige vinte ou vinte e cinco anos de contribuições. De acordo com um estudo, mais da metade de todos os filiados no sistema de capitalização individual do México está a caminho de atingir a idade de aposentadoria com saldos de contas que precisam ser complementados para atingir o nível mínimo de benefícios garantidos. Ainda mais, como 85 por cento dos filiados contribui menos da metade do tempo, muito poucos qualificarão para a garantia.¹⁵

Uma pensão social é uma necessidade social.

O que tudo isto ressalta é que, independentemente do tipo de sistema previdenciário contributivo que tenham, as economias emergentes com grandes setores informais também precisam de uma “pensão social” não contributiva para garantir uma proteção eficaz contra a pobreza na velhice. A disponibilidade de benefícios não contributivos pode em certa medida dificultar os esforços para incentivar

mais trabalhadores a participarem dos sistemas previdenciários contributivos. Mas este desincentivo pode ser minimizado como fez o Chile com sua nova “Pensão Básica Solidária de velhice”, ao estabelecer benefícios não contributivos a um nível relativamente baixo e reduzindo-os gradualmente à medida que se recebem os benefícios contributivos. Em todo caso, uma mínima proteção contra a pobreza na velhice é uma necessidade social. Entre 2000 e 2013, um surpreendente número de dezoito países da América Latina e o Caribe introduziu algum tipo de pensão social. Alguns dos novos sistemas pagam um benefício universal e de quantia fixa a todos os idosos, enquanto outros são mais restritivos e só pagam benefícios para aqueles idosos que não estão cobertos pelo sistema previdenciário contributivo ou cuja renda cai abaixo de um limiar de pobreza.¹⁶ A pressa para implementar pensões sociais não se limita só à América Latina. O movimento também está atingindo o resto do mundo em desenvolvimento, da África Subsaariana, até o Leste da Ásia, onde Malásia, Coreia do Sul, Tailândia e Vietnã recentemente estabeleceram ou expandiram seus sistemas de pensões não contributivas.

O sistema de aposentadoria em países com um sistema de capitalização individual pode ser tão progressivo quanto se desejar.

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

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

Muitas vezes supõe-se que países com sistemas previdenciários de benefício definido podem alcançar em geral maior progressividade em seus sistemas de aposentadoria do que países com sistemas de capitalização individual, dado que os sistemas de benefício definido podem redistribuir a renda através de fórmulas de benefício progressivas, enquanto que os sistemas de capitalização individual não podem. Mas isso não é necessariamente certo. Incluindo um piso de proteção mínimo, o sistema de aposentadoria em países com sistemas de capitalização individual pode ser tão progressivo quanto for desejado. Para construir um sistema mais progressivo, os elaboradores de políticas públicas podem simplesmente desenhar um piso de proteção mínimo mais alto. Se alguma progressividade também for desejada para trabalhadores de renda média, é possível implementar mecanismos mais sofisticados como o estabelecimento de contribuições governamentais paralelas nas contas pessoais que sejam gradualmente reduzidas quando alcançarem níveis mais altos de renda.

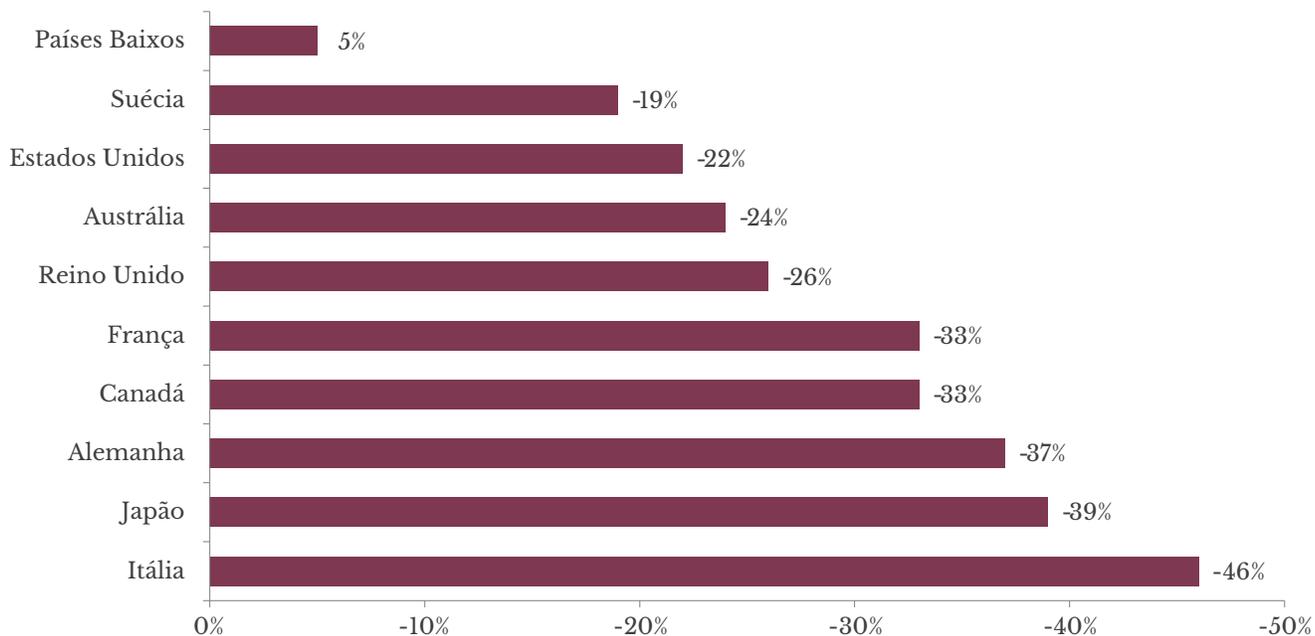
Em qualquer caso, a tendência nos últimos anos tem sido despojar os sistemas previdenciários de repartição de seus elementos redistributivos. Embora muitos países desenvolvidos ainda tenham sistemas tradicionais de benefício definido com fórmulas de benefícios progressivas, um número crescente está fazendo a transição para contas nocionais de contribuição definida, em que, assim como acontece nos sistemas de capitalização individual, os benefícios pagos refletem com precisão a magnitude e a oportunidade das contribuições pagas. Quanto à

redistribuição, ela é abordada através de benefícios de quantia fixa em um primeiro tramo, complementos em função dos recursos (*means tested*) e/ou um sistema de impostos progressivo sobre os benefícios. Quando se trata de estruturar melhor os sistemas de aposentadoria para alcançarem o duplo objetivo de substituição de renda e de proteção contra a pobreza, o estado da arte em termos de reforma do sistema de repartição é surpreendentemente similar à prática na reforma dos sistemas de capitalização. A Suécia tem suas contas nocionais de contribuição definida apoiadas em complementos em função dos recursos, enquanto o Chile tem suas contas capitalizadas de contribuição definida apoiadas por uma pensão social. A única distinção crítica é que, como as contas do Chile são capitalizadas, é provável que elas ofereçam maiores retornos para as contribuições do trabalhador.

RISCO DE MERCADO E RISCO POLÍTICO

Certamente os sistemas de capitalização individual como os do Chile são às vezes criticados porque sujeitam os benefícios da aposentadoria às altas e baixas dos mercados financeiros, enquanto que os sistemas de contas nocionais como os da Suécia não o fazem. Os economistas em grande parte concordam, no entanto, que o risco de mercado pode ser minimizado por regulações que exijam aos trabalhadores manter uma adequada diversificação em seus portfólios e deslocar-se em direção a ativos de renda fixa ao atingir idades mais avançadas. O modelo multifundo agora adotado no Chile, Colômbia, México e Peru move-se precisamente na direção dessa

Redução percentual acumulada dos benefícios previdenciários de repartição vigentes para idosos (60 anos a mais) em relação aos benefícios do “acordo-Atual”,* de 2010 a 2040



*As projeções de benefícios do “acordo-Atual” assumem que a idade de aposentadoria e as taxas de substituição não irão mudar no futuro.

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

GRÁFICO 5

alocação de portfólio por ciclo de vida. Os governos também poderiam incentivar fundos indexados de base ampla. No aspecto regulatório, eles ainda poderiam exigir que todos os ativos previdenciários sejam investidos em um número limitado destes fundos.

O risco de mercado de um sistema previdenciário de capitalização certamente pode nunca ser completamente eliminado. Mas tampouco pode ser eliminado o “risco político” de um sistema previdenciário de repartição—ou seja, o risco de que futuros políticos reduzam os benefícios prometidos. Este risco crescerá constantemente enquanto

a população envelhece e o custo de pagar pelos benefícios prometidos aumenta. Além disso, ao contrário do risco de mercado, não existe estratégia provada para minimizar o risco político.

Para encontrar evidências não é preciso ir muito longe: é só observar os cortes nos níveis relativos de benefícios que são enfrentados pelos futuros aposentados em muitos sistemas previdenciários de repartição. Confrontados com projeções que mostram que o envelhecimento da população colocaria uma implacável e ascendente pressão sobre os orçamentos públicos, um número crescente de governos

de países desenvolvidos promulgou reformas que reduziram a futura generosidade das

Ao contrário do risco de mercado nos sistemas de capitalização, não existe estratégia comprovada para minimizar o risco político nos sistemas de repartição.

provisões previdenciárias do Estado. Em alguns países a redução tem sido muito grande. Em comparação com um cenário hipotético de “acordo-atual” (*current-deal*) no qual as taxas de substituição atuais e as idades de aposentadoria permanecem inalteradas, o custo total dos benefícios previdenciários do Estado com as leis atuais na Suécia e nos Estados Unidos deverá ser cortado em cerca de um quinto por volta do ano 2040. Enquanto isso, os benefícios previdenciários com as leis atuais no Canadá e França deverão ser cortados em aproximadamente um terço abaixo dos níveis do “acordo-atual” por volta de 2040. Na Alemanha e Japão, eles irão ser cortados aproximadamente em dois quintos abaixo dos níveis do “acordo-atual”, e na Itália serão cortados em aproximadamente a metade.¹⁷ (Ver Gráfico 5).

Não só os governos de países desenvolvidos estão reduzindo a generosidade de seus sistemas previdenciários de repartição. A Coreia do Sul, que infortunadamente

estabeleceu seu sistema nacional de pensões em 1988, justamente antes de sua taxa de natalidade cair, já cortou as taxas de substituição prometidas de 70 a 40 por cento, e com o sistema ainda a enfrentar défices no longo prazo, sem dúvida terá

Muitos países com sistemas previdenciários de repartição estabeleceram cortes profundos na generosidade futura da aposentadoria oferecida pelo Estado.

que cortá-los novamente.¹⁸ Na China, que também enfrenta um enorme desafio de envelhecimento, as taxas de substituição média no Sistema Previdenciário Básico estão caindo rapidamente, em grande parte porque as contribuições à segunda escala de contas nocionais do sistema obtêm por desenho uma taxa de retorno muito abaixo da taxa de crescimento dos salários.¹⁹ Enquanto isso no Brasil, uma longa série de reformas para cortar os custos iniciada na década de 1990, tem reduzido progressivamente a generosidade dos regimes de pensões RGPS e RPPS, que, respectivamente, cobrem os empregados do setor privado e setor público. Ainda assim, dado que o gasto total de pensões públicas do Brasil está ainda projetado para duplicar como proporção do PIB até 2050, há pouca dúvida de que reformas adicionais serão necessárias em breve.²⁰

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

18. Neil Howe, Richard Jackson e 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 e 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).

Sendo justos, os sistemas previdenciários de capitalização não são imunes ao risco político. Para começar, as políticas do governo podem sistematicamente impedir aos participantes do sistema de pensões obter uma taxa de retorno de mercado sobre suas poupanças. Tais políticas de “repressão financeira” podem assumir muitas formas, incluindo o estabelecimento de taxas de juros artificialmente baixas, a restrição do investimento em títulos estrangeiros e a exigência de que as contribuições fluam para projetos de “investimento social” do governo. No extremo, como recentemente aconteceu na Argentina, Polônia e Hungria, os governos podem fechar seus sistemas previdenciários de capitalização e desviar seus capitais para cobrir gastos correntes do governo, quer seja para cumprir compromissos previdenciários de repartição, quer para cobrir outras despesas de propósito gerais.

Seria perverso, porém, concluir que como os sistemas de capitalização não podem eliminar todos os riscos políticos, eles então são similares aos sistemas de repartição, nos quais o risco político é endêmico. Apesar de os governos às vezes ignorarem os direitos de propriedade em sistemas de capitalização, nos sistemas de repartição não existem direitos de propriedade e os benefícios são completamente contingentes a um contrato social que pode ser reescrito a qualquer momento. Além disso, enquanto o risco político nos sistemas de repartição é principalmente o resultado de mudanças demográficas inexoráveis que ameaçam sua sustentabilidade no longo prazo, nos

sistemas de capitalização o risco político é principalmente motivado por exigências fiscais de curto prazo que fazem deles alvos tentadores para governos sem liquidez. Este certamente foi o caso da Argentina, que nacionalizou seu sistema de capitalização individual durante a recente crise financeira global. Também foi o caso da Hungria e da Polônia, onde a necessidade de dinheiro dos governos ficou ainda mais aguda devido às regras de contabilidade da União Europeia, que incluíam os défices de curto prazo associados à transição ao sistema de capitalização individual dentro dos limites de déficit e dívida estabelecidos pelo Tratado de Maastricht, mas não assim as obrigações de longo prazo não financiadas dos sistemas de repartição.²¹ O fracasso para isolar os sistemas previdenciários de capitalização do risco político não é argumento contra a capitalização. Pelo contrário, é um argumento a favor de fortalecer os direitos de propriedade e ter regras de contabilidade mais coerentes.

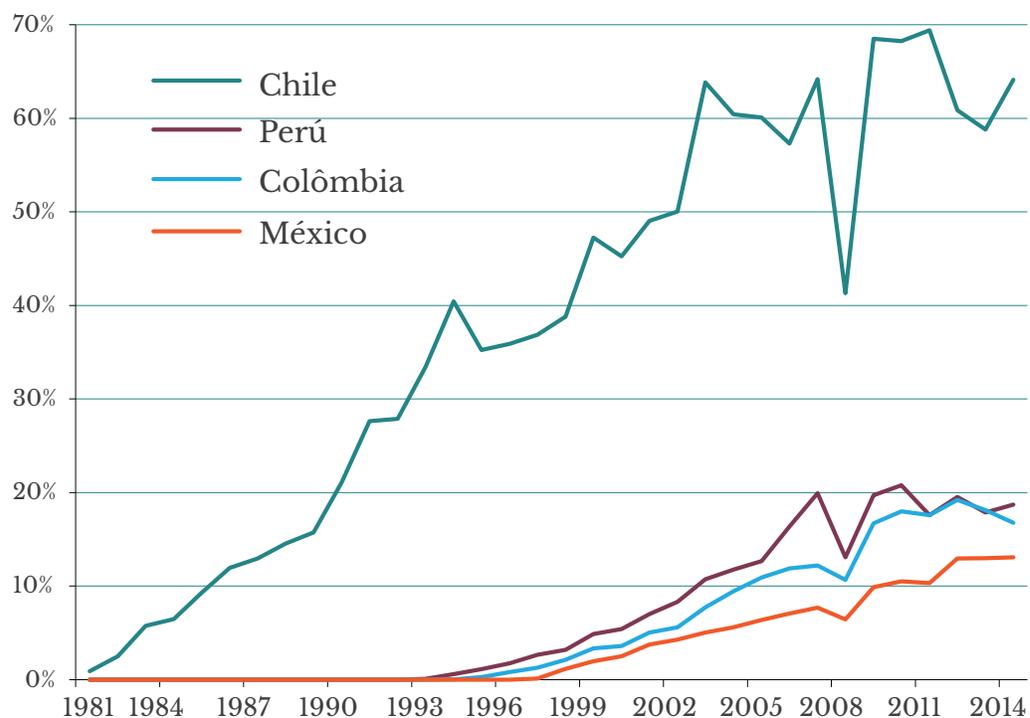
A ECONOMIA EM GERAL

Além dos benefícios potenciais da capitalização para os indivíduos, há também benefícios potenciais para a economia. Para começar, os sistemas previdenciários de

Os sistemas previdenciários de capitalização podem cumprir um papel importante na ampliação e aprofundamento dos mercados de capitais.

21. Stephen J. Kay, “Political Risk and Pension Reform in Latin America and Central and Eastern Europe,” paper preparado para a reunião ISA/FLASCO, Buenos Aires, Julho 23-35, 2014.

Ativos dos sistemas de capitalização individual como porcentagem do PIB, 1981-2014



Fonte: Estatísticas históricas da FIAP (Dezembro 2014)

GRÁFICO 6

capitalização podem ajudar as economias emergentes a atingirem seus objetivos de desenvolvimento enquanto suas populações são ainda jovens e estão em crescimento. Está bem estabelecido que o bom funcionamento do mercado de capitais é fundamental para um desenvolvimento bem-sucedido. Está também bem estabelecido que os sistemas previdenciários de capitalização podem desempenhar um papel importante

na ampliação e aprofundamento dos mercados de capitais, como fizeram nos Estados Unidos e em muitos outros países desenvolvidos. À medida que os fundos de pensão do país crescem, também crescem o tamanho e liquidez de seu mercado de capitais. Junto com uma gestão profissional dos fundos vem também maior responsabilização, transparência e retornos de longo prazo.²²

22. Ver, entre outros, 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 e 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, October 2010); e Ratna Sahay et al., "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets," IMF Staff Discussion Notes no. 15/8 (Washington, DC: IMF, Maio 2015).

Não há dúvida que a criação de sistemas previdenciários de capitalização contribuiu significativamente para o desenvolvimento do mercado de capitais da América Latina. Em 2014, os capitais administrados no Chile totalizaram 64 por cento do PIB, e apesar de os fundos de pensão ainda serem menores em outros países, eles estão crescendo rapidamente. (Ver Gráfico 6). Os sistemas têm dado um enorme impulso aos mercados de títulos domésticos, particularmente aos mercados de títulos do governo, estendendo sua maturidade e incentivando a introdução de novos valores como os títulos indexados à inflação no México e os “títulos de reconhecimento” comercializáveis no Chile. Também ajudaram a aumentar a capitalização do mercado de valores, ainda quando em muitos países os mercados de valores permanecem altamente concentrados. Enquanto isso, os mercados de seguros têm crescido substancialmente, pois na maioria de países com sistemas de capitalização individual os gestores de fundos previdenciários precisam adquirir seguros de sobrevivência e deficiência para seus filiados. Também há outros benefícios, incluindo mercados mais amplos de títulos hipotecários, melhores agências de qualificação de créditos e melhor governança corporativa.

No longo prazo, os sistemas previdenciários de capitalização podem reduzir a pressão sobre os orçamentos do governo e ajudar a manter adequadas taxas de poupança e investimento enquanto as economias emergentes envelhecem. Porém, quer os países queiram obter esses benefícios ou não, isso dependerá de como os sistemas são estruturados e financiados. Os sistemas

À medida que as sociedades envelhecem, os sistemas previdenciários de capitalização podem aliviar a pressão sobre os orçamentos governamentais e ajudar a manter a poupança e o investimento.

financiados inteiramente com novas contribuições dos trabalhadores (“*add on*”) com certeza irão aumentar as poupanças nacionais, embora uma parte do aumento das poupanças dentro do novo sistema previdenciário de capitalização talvez seja contra-arrestado por uma redução em outros tipos de poupança. Os sistemas financiados com contribuições de trabalhadores que são desviadas de um sistema de repartição previamente existente (“*carve out*”), também podem aumentar as poupanças nacionais, mas só se o governo compensar a perda de receitas aumentando impostos ou cortando outros gastos. Afinal de contas, ao mesmo tempo que as contribuições são desviadas, o governo deve continuar a pagar benefícios aos aposentados atuais, assim como também deve pagar os benefícios já acumulados pelos trabalhadores atuais quando se aposentarem. Se as novas poupanças privadas acumuladas no sistema previdenciário de capitalização forem compensadas por um aumento equivalente da dívida pública, pode ser que os benefícios da reforma a um nível macro não se materializem. O gasto dos sistemas de repartição pode diminuir, mas no longo prazo os custos do serviço da dívida irão crescer. Embora os participantes no sistema previdenciário

Quanto maiores as obrigações não financiadas de um sistema previdenciário de repartição, mais grave será o chamado problema da dupla carga.

de capitalização poderiam desfrutar dos benefícios de retornos mais altos, a sociedade como um todo poderia não se beneficiar.

Quanto maiores as obrigações não financiadas do sistema previdenciário de repartição, mais grave será o problema da chamada dupla carga. Quando os países mantêm generosos sistemas previdenciários maduros, como no caso de grande parte do mundo desenvolvido, é possível que os custos de transição sejam quase impossíveis de serem cobertos. Quando os países têm sistemas previdenciários imaturos e/ou economias em rápido crescimento, como é o caso de muitas economias emergentes, é possível que a transição seja mais manejável. Ainda assim, as economias emergentes que pagaram completamente a transição para um sistema previdenciário de capitalização parecem ser a exceção e não a regra. Enquanto o impacto das reformas em direção à capitalização individual nos mercados de capitais da América Latina tem sido quase uniformemente positivo, o impacto na poupança nacional não foi

positivo. No Chile, a reforma impulsionou a poupança nacional e, conseqüentemente o investimento e o crescimento econômico. O gasto público no que restou do sistema previdenciário de repartição tem vindo a diminuir de forma constante desde meados da década de 1980 e continuará a fazê-lo nas próximas décadas. Ao mesmo tempo, o governo tem obtido grandes excedentes do orçamento, que compensaram a receita que foi perdida quando as contribuições previdenciárias foram desviadas para o sistema previdenciário de capitalização individual. A experiência chilena, no entanto, parece não ter se repetido em outros países da América Latina, nos quais as reformas foram financiadas em grande parte por dívida pública.²³

Em suma, aproveitar todos os benefícios da reforma a um nível macro requer uma disciplina fiscal que muitas economias emergentes agora não têm. O fato, no entanto, é que os sistemas previdenciários de capitalização têm o potencial de reduzir cargas fiscais e aumentar as poupanças nacionais, enquanto que os sistemas de repartição com certeza irão levar ao aumento das taxas de contribuição, ao aumento das cargas fiscais e à redução das poupanças nacionais à medida que as sociedades envelhecem. Será isso, ou os benefícios previdenciários terão de ser cortados, minando a idoneidade dos sistemas de aposentadoria. ►

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

capítulo três

DESAFIOS PARA O DESENHO DE SISTEMAS DE CAPITALIZAÇÃO INDIVIDUAL

Embora os sistemas previdenciários de capitalização apresentem importantes vantagens potenciais sobre os sistemas de repartição em sociedades em processo de envelhecimento, é possível que não possam cumprir sua promessa de oferecer maior segurança na aposentadoria se forem mal desenhados. Taxas de contribuição inadequadas, taxas de administração altas, regras de alocação de portfólio excessivamente restritivas, idades de aposentadoria prematuras ou falta de provisão para tornar os saldos de conta em renda vitalícia podem minar a idoneidade de um sistema de capitalização individual. Existem também outras opções de desenho que incluem definir se os capitais devem ser gerenciados pelo setor público ou privado e quanta discricção sobre as decisões de investimento pode-se permitir aos participantes individuais. Neste capítulo, consideramos alguns dos desafios mais críticos para o desenho dos sistemas de capitalização individual, começando pelo mais básico: se deve ser obrigatório ou voluntário.

SISTEMAS OBRIGATÓRIOS VS. VOLUNTÁRIOS

O governo tem o profundo interesse em garantir que as pessoas se preparem adequadamente para o envelhecimento, nem que seja para impedi-las de se tornarem *freeriders* da rede de segurança social. Sendo que os sistemas previdenciários de capitalização estão desenhados para substituir, no todo ou em parte, aos sistemas previdenciários de repartição obrigatória do Estado, os sistemas de capitalização também deveriam ser obrigatórios. Os sistemas de capitalização obrigatórios podem gerar taxas de participação muito maiores do que os voluntários, o que é bom para equidade social. Eles também são muito mais propensos a gerar novas poupanças líquidas, o que é bom para a economia.

O governo tem o profundo interesse em garantir que as pessoas se preparem de maneira adequada para a velhice.

Isto não quer dizer que as poupanças voluntárias complementares à pensão não tenham também um papel importante. Os países com sistemas previdenciários de capitalização obrigatórios podem (e quase sempre o fazem) permitir contribuições adicionais voluntárias acima do mínimo obrigatório. Este é o caso de Hong Kong e Cingapura ao Chile, México, Peru e quase todos os outros países da América Latina com sistemas de capitalização individual. Estes países permitem que os trabalhadores façam contribuições voluntárias adicionais às suas contas obrigatórias ou a contas voluntárias separadas. Muitos países, é claro, também encorajaram o desenvolvimento de sistemas previdenciários independentes patrocinados pelo empregador ou de contas pessoais voluntárias. Estes sistemas são particularmente valiosos para trabalhadores com rendas altas, cujos salários muitas vezes excedem o salário máximo contributivo nos sistemas de capitalização obrigatórios e que se beneficiam mais com os incentivos fiscais que oferecem os sistemas complementares. Mas estes sistemas podem ser também uma fonte importante de segurança adicional de aposentadoria para trabalhadores com salários médios e até baixos. Embora esses trabalhadores se beneficiem menos dos incentivos fiscais e por isso sejam menos propensos a aderir a sistemas complementares, existem maneiras para que o governo ou os empregadores possam ampliar a participação sem fazê-la obrigatória, tais como oferecer contribuições equivalentes (*matching contributions*) e mudar de uma filiação opcional a uma filiação automática com uma opção de saída.

É importante observar que os sistemas previdenciários de capitalização complementares são especialmente relevantes para países que mantêm um sistema previdenciário público de repartição. Enquanto a generosidade das provisões de aposentadoria do sistema de repartição diminui em sociedades que envelhecem, é provável que os países que não consigam substituir os benefícios perdidos com fontes alternativas de renda enfrentem pressões intensas para reverter as reformas por parte de um eleitorado que envelhece. No longo prazo, talvez deixe de ser mais factível para um país manter um sistema previdenciário público que seja fiscalmente sustentável, mas socialmente inadequado, do que ter um que seja socialmente adequado, mas fiscalmente insustentável. É por isso que muitos países desenvolvidos estão se apressando para expandir os sistemas previdenciários de capitalização complementares. Países como Austrália, Canadá e Reino Unido, que já têm sistemas bem estabelecidos estão reforçando lhes, enquanto países como Alemanha, Itália e Espanha, que até agora têm dependido quase que exclusivamente dos sistemas públicos de repartição, estão adicionando-os. O mesmo está acontecendo no mundo em desenvolvimento, onde o Brasil está fortalecendo seus “Fundos abertos” e “Fundos fechados”, e a China e Coreia do Sul estão adicionando os novos sistemas de “Renda vitalícia empresarial” e “Pensão corporativa”, respectivamente.

TAXAS DE CONTRIBUIÇÃO

Embora os sistemas previdenciários de capitalização mantenham uma vantagem sobre os sistemas de repartição em relação

à taxa de retorno, as taxas de contribuição, no entanto, devem ser fixadas a um nível que seja alto o suficiente para gerar taxas de substituição idôneas. A idoneidade, claro, é um conceito relativo. A taxa de contribuição de 12.5 por cento que assumimos em nossas matrizes ilustrativas de taxa de retorno irão gerar, com uma taxa de retorno real de 4.5 por cento e um crescimento do salário real de 2.0 por cento, uma taxa de substituição de 51 por cento ao fim da vida laboral completa em um país com as características demográficas do Chile. Comparada com a taxa de substituição de 32 por cento que seria acessível em 2050 sob um sistema de repartição de custo equivalente, isto parece muito generoso. Contudo, uma taxa de substituição de 51 por cento é insuficiente para manter os padrões de vida antes da aposentadoria. Com certeza o sistema de capitalização pode funcionar melhor do que isso. Mas para que uma taxa de contribuição de 12.5 por cento possa gerar uma taxa de substituição de pelo menos 70 por cento—o limiar que a maioria dos planejadores de aposentadoria considera idôneo—a taxa de retorno real teria que subir para 5.5 por cento ou o crescimento do salário real teria que cair para 1.0 por cento; e nenhuma das quais é uma opção prudente.

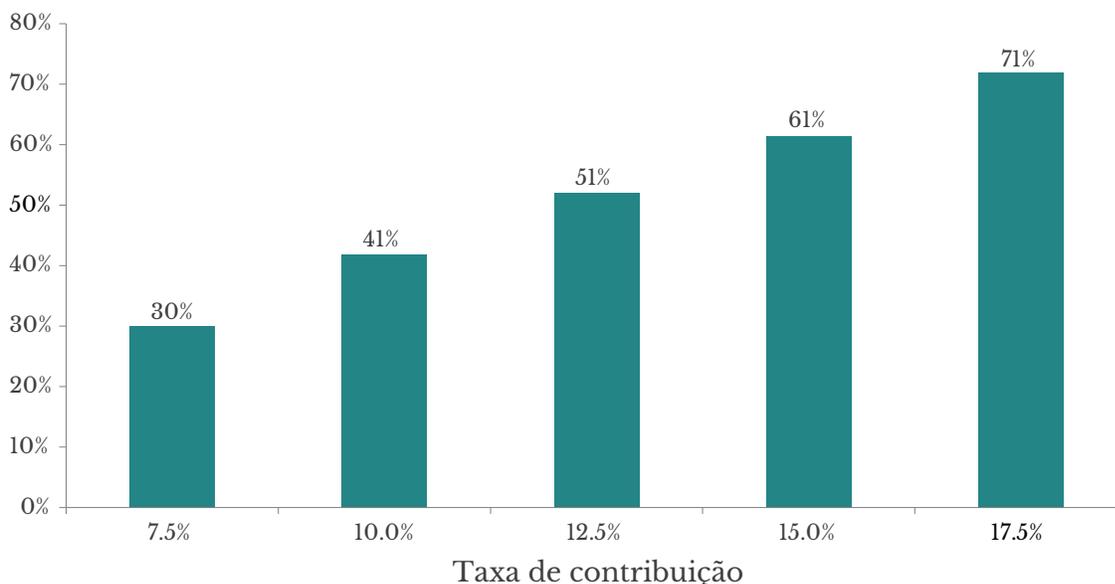
Idealmente, as taxas de contribuição devem ser definidas a um nível mais alto do que o nosso exemplo de 12.5 por cento. Infelizmente, a realidade é que as taxas de contribuição atuais na maioria dos sistemas de capitalização individual não são maiores, mas menores. No México, a taxa de contribuição é totalmente inadequada: 6.5 por cento, excluindo o pequeno

Na maioria dos países as taxas de contribuição dos sistemas de capitalização individual são muito baixas para garantir benefícios adequados.

subsídio governamental ou “cota social”. Na Bolívia, Chile e Peru é 10 por cento. De fato, entre os países latino-americanos que têm exclusivamente sistemas previdenciários de capitalização, apenas a Colômbia, com sua taxa de contribuição de 16 por cento, está claramente exigindo aos trabalhadores a economizarem o suficiente para sua aposentadoria.

A melhoria na idoneidade dos sistemas de capitalização individual de hoje chegará a um custo, embora este custo possa ser surpreendentemente modesto. Como regra geral, cada aumento de 2.5 por cento na taxa de contribuição aumentará as taxas de substituição finais em aproximadamente 10 pontos percentuais, novamente assumindo uma taxa de retorno real de 4.5 por cento e um crescimento do salário real de 2.0 por cento. Enquanto que uma taxa de contribuição de 10 por cento geraria uma taxa de substituição de 41 por cento e uma taxa de contribuição de 12.5 por cento geraria uma taxa de substituição de 51 por cento; uma taxa de contribuição de 15 por cento poderia gerar uma taxa de substituição de 61 por cento. (Ver Gráfico 7). Os formuladores de políticas públicas estão compreensivelmente relutantes em encarar as consequências políticas potencialmente adversas do aumento

Taxas de substituição do sistema de capitalização individual para trabalhadores com a carreira completa no ano 2050, de acordo à taxa de contribuição



*As projeções assumem um crescimento dos salários reais de 2.0 por cento, uma taxa de retorno real de 4.5 por cento, uma vida laboral de 40 anos, taxas de administração equivalentes a 0.5 por cento dos ativos, uma idade de aposentadoria de 65 anos e uma esperança de vida na data da aposentadoria de 23 anos.
Fonte: Cálculos da GAI

GRÁFICO 7

das taxas de contribuição. Eles devem considerar, no entanto, que não aumentar as taxas de contribuição trará consequências econômicas negativas, tais como maior pobreza dos idosos e uma rede de segurança para a velhice mais cara.

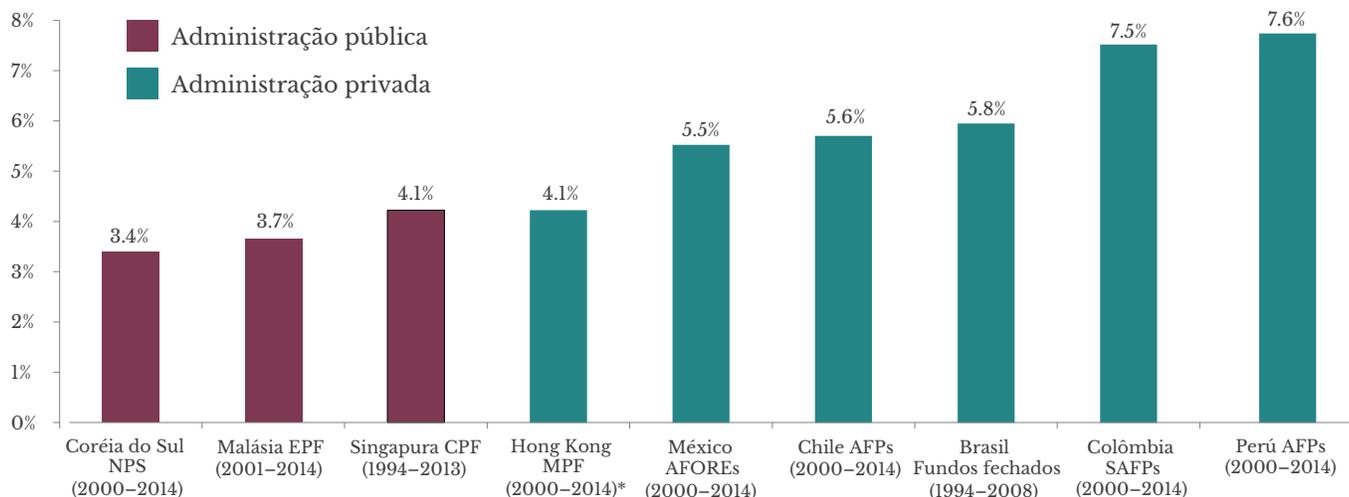
ADMINISTRAÇÃO PRIVADA VS. PÚBLICA

Qualquer sistema previdenciário de capitalização envolve necessariamente funções de administração do plano, registro e gestão de investimentos. Quaisquer delas pode em princípio ser executada por agências de governo ou por empresas privadas. Enquanto as vantagens relativas da responsabilidade pública e privada

para a administração do plano e para os registros são no mínimo discutíveis, não há dúvida respeito da gestão de investimentos. Quando se trata de gerar a taxa de retorno mais alta sobre as contribuições do trabalhador, há ampla evidência de que os sistemas em que os ativos são administrados por privados quase sempre geram retornos mais elevados no longo

Os sistemas previdenciários administrados pelo setor privado obtêm melhores resultados do que os administrados pelo setor público.

Média anual da taxa de retorno real dos ativos administrados em diferentes períodos desde 1994 a 2014



*Estimativa baseada na informação estatística da taxa de retorno nominal.

Fonte: Estatísticas históricas da FIAP (Dezembro 2014); *Latin American Economic Outlook 2008* (Paris: OECD, 2007), 88; e autoridades previdenciárias nacionais

GRÁFICO 8

prazo do que aqueles que são administrados pelo setor público.²⁴ Enquanto a taxa de retorno real dos ativos administrados pelos fundos de pensões do Chile em média era de 5.6 por cento entre 2000 e 2014, a taxa de retorno real dos ativos sob administração do Fundo de Previdência dos Trabalhadores da Malásia em média era apenas de 3.7 por cento entre 2001 e 2014, o período mais recente para o qual existe data comparativa disponível. As comparações entre muitos sistemas de previdência administrados de maneira privada e pública mostram disparidades semelhantes no desempenho dos investimentos no longo prazo. (Ver

Gráfico 8). Embora a taxa de retorno mais baixa nos sistemas publicamente gerenciados possa ser parcialmente explicada por uma filosofia de investimento mais conservadora, a maioria dos especialistas concorda que muita da explicação reside na grande proporção dos fundos que é canalizada em direção a programas de “gasto social” de baixo retorno.

Há outros problemas que poderiam afetar a gestão pública dos ativos previdenciários. Por um lado, ela convida à interferência política nos mercados financeiros ao

24. Ver, entre outros, Augusto Iglesias e 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); e Dimitri Vittas, Gregorio Impavido e Ronan O’Connor, “Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds,” World Bank Policy Research Working Paper no. 4499 (Washington, DC: World Bank, Janeiro 2008).

permitir aos governos direcionar fundos para indústrias que são politicamente favorecidas ou para mantê-los longe de indústrias politicamente desfavorecidas. Por outro lado, a gestão pública cria ambiguidade sobre quem é o dono dos ativos: o governo ou os trabalhadores; e se for do governo, o governo pode gastar. Dos Estados Unidos ao Japão, muitos países têm tentado financiar parcialmente os sistemas previdenciários de repartição através de fundos fiduciários publicamente gerenciados. O histórico não é animador. Com poucas exceções, os fundos fiduciários acabaram servindo como mecanismos de financiamento auxiliares para o orçamento geral do governo. Sejam quais forem as barreiras legais ou processuais estabelecidas para separar os ativos dos fundos de pensões do resto do orçamento, os governos têm sempre encontrado alguma maneira de gastar, tomar emprestado ou inclusive anulá-las. O fundo fiduciário do Sistema Previdenciário do Canadá, que é gerenciado por um conselho independente com um mandato fiduciário para investir no melhor interesse dos filiados e no qual é proibido investir em dívida pública, é uma das raras exceções que confirma a regra.

TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO

Fica claro que a taxa de retorno aos ativos sob administração em um sistema previdenciário de capitalização não é necessariamente a mesma que a taxa de retorno creditada aos filiados do sistema. As taxas de administração podem reduzir

a taxa de retorno líquida que ganham os filiados e, portanto, as eventuais taxas de substituição. Atualmente, as taxas de administração variam muito entre os sistemas de capitalização individual obrigatórios por muitas razões, entre elas encontram-se regulações do governo, o grau de livre concorrência nos diferentes mercados e criticamente, a maturidade do sistema. Convertidas em uma percentagem dos ativos sob administração, as taxas de administração em 2014 flutuaram em média em 0.6 por cento no Chile, onde o sistema de capitalização individual vem operando por trinta e cinco anos, mas estiveram em média em 1.1 por cento no México, onde o sistema tem menos de 20 anos. De acordo com um estudo muito citado as taxas predominantes nos sistemas de capitalização individual na América Latina, convertidas em uma percentagem dos ativos sob administração e projetadas sobre uma vida laboral de quarenta anos, atualmente flutuam entre um mínimo de 0.4 por cento na Bolívia e um máximo de 0.9 por cento na Costa Rica.²⁵

Os sistemas de capitalização individual da América Latina são frequentemente criticados por terem altas taxas de administração. Mas considerar uma taxa como alta ou não depende de maneira crítica do ponto de referência com o qual se compara. Aqueles que acreditam que as taxas são altas, tipicamente apontam para as opções de investimento de baixo

25. Gregorio Impavido, Esperanza Lasagabaster e Manuel García-Huitrón, *New Policies for Mandatory Defined Contribution Pensions: Industrial Organization Models and Investment Products* (Washington, DC: World Bank, 2010). Ver também, Denise Gomez e 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, Maio 2008); e Liviu Ionescu e 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).

custo disponíveis para os contribuintes à aposentadoria nos países desenvolvidos. Com muitos fundos indexados dos Estados Unidos cobrando taxas de administração de 0.25 por cento ou menos sobre os ativos sob administração, é verdade que os sistemas latino-americanos de capitalização individual parecem caros em comparação. Mas o ponto de referência mais relevante provavelmente é o das taxas cobradas por opções de investimento alternativas atualmente disponíveis aos contribuintes à aposentadoria nos países em questão. Na América Latina a média de taxas de administração cobradas por fundos mútuos em 2013 flutuou entre 1.0 por cento no Brasil e México a 1.4 por cento no Chile e Peru e 1.5 por cento na Argentina. Excluindo os fundos do mercado monetário, cujas taxas são geralmente menores do que as taxas sobre ações ou sobre fundos de renda fixa, as médias são ainda mais altas.²⁶

O melhor rendimento dos investimentos dos sistemas administrados pelo setor privado compensa de sobra suas taxas de administração mais altas.

Considerando os fundos mútuos do mercado local como pontos de referência, as taxas cobradas pelos sistemas de capitalização individual da América Latina parecem baixas em comparação.

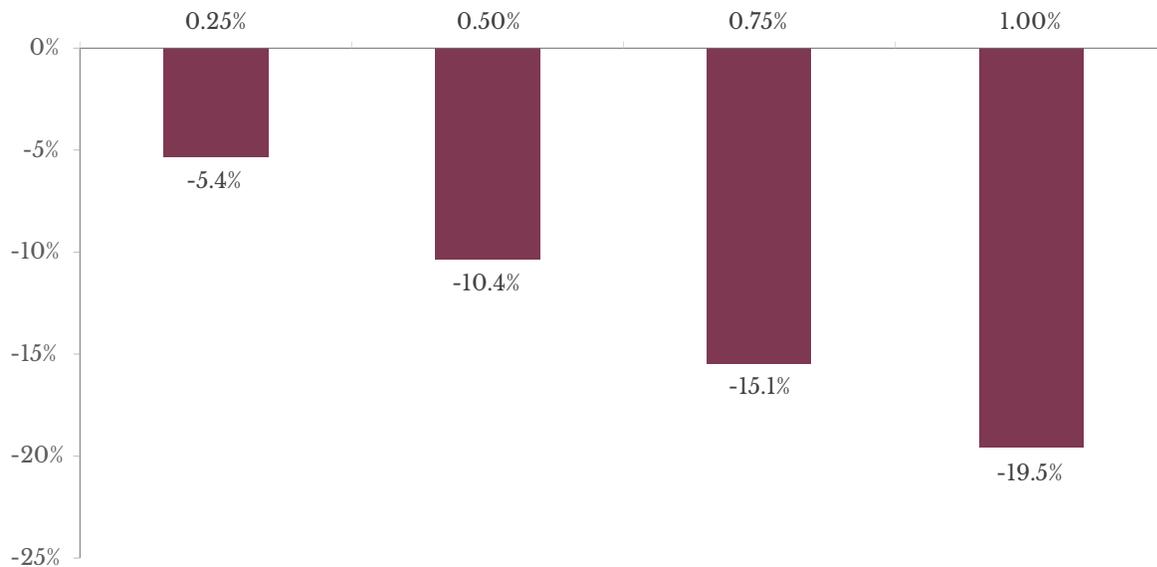
É também importante lembrar que a taxa de retorno líquida do sistema previdenciário é a que finalmente determina as taxas de substituição, e que isto depende tanto do desempenho dos investimentos quanto das taxas de administração. A atenção às taxas de administração tem levado muitos especialistas a concluir que a gestão pública dos ativos dos fundos de pensão irá gerar taxas de substituição mais altas, já que o governo, que tem pouca ou nenhuma necessidade de incorrer em gastos de marketing, poderia cobrar taxas muito mais baixas. A experiência, no entanto, sugere que o gerenciamento público raramente melhora a idoneidade geral de um sistema previdenciário de capitalização.

Para começar, os sistemas administrados pelo setor público podem simplesmente substituir taxas de administração explícitas por impostos implícitos sobre as poupanças dos filiados. Estudos revelaram que a brecha entre retorno total e retorno líquido em alguns sistemas administrados pelo setor público, especialmente os sistemas previdenciários da Malásia e Singapura, é tão grande ou maior do que nos sistemas administrados pelo setor privado.²⁷ O que parece mais importante é que inclusive se um sistema publicamente gerenciado não cobrasse taxa alguma, seja explícita ou implícita, as poupanças podem facilmente ser esmagadas pela taxa de retorno mais baixa obtida normalmente pelos sistemas públicos. Como mostra o Gráfico 9, cada aumento de 25 pontos

26. A informação estatística sobre os fundos mútuos na América Latina vêm de Cerulli Associates, *The Cerulli Report: Latin American Distribution Dynamics 2014: Entry Points to Emergent Economies*, (Boston: Cerulli Associates, 2014).

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

Redução percentual nos saldos potenciais de contas pessoais na data de aposentadoria, segundo o nível das taxas de administração*



*As taxas de administração são calculadas como proporção dos ativos. As projeções assumem uma taxa de contribuição de 12.5 por cento, um crescimento dos salários reais de 2.0 por cento, uma taxa de retorno real de 4.5 por cento e uma vida laboral de 40 anos.

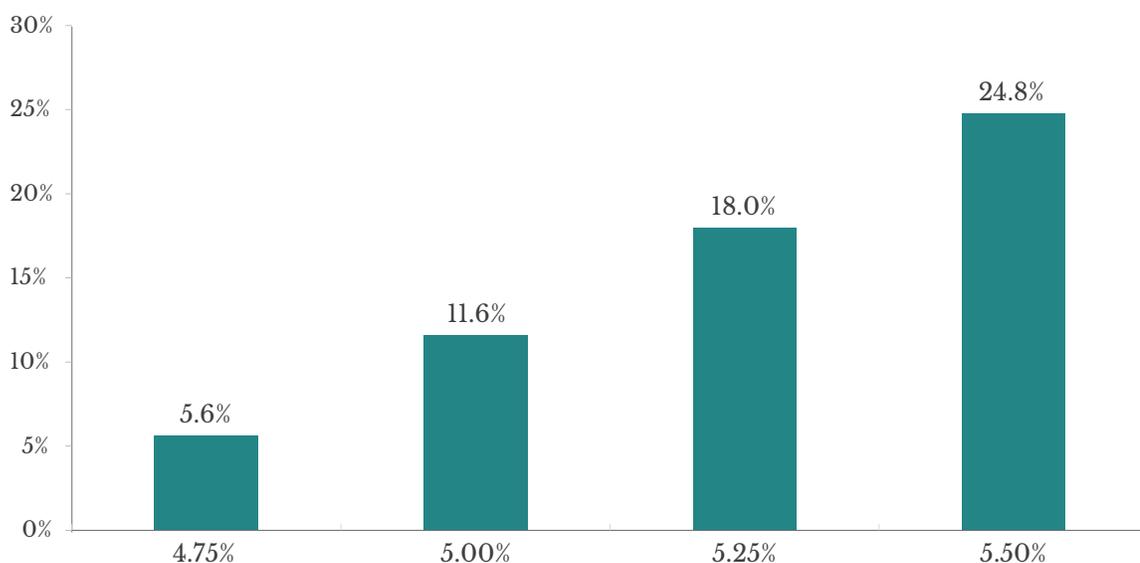
Fonte: Cálculos da GAI

GRÁFICO 9

básicos nas taxas de administração reduz os saldos de conta finais em aproximadamente 5 por cento. Mas, como mostra o Gráfico 10, cada incremento de 25 pontos básicos no retorno total aumenta os saldos de conta definitivos em uma quantia similar. Sendo que historicamente o retorno total dos sistemas administrados pelo setor privado normalmente excedeu o retorno total dos sistemas administrados pelo setor público em várias centenas de pontos básicos, é muito provável que os últimos acabem obtendo retornos líquidos muito menores sem importar o nível de poupança nas taxas de administração que possam obter. Em poucas palavras, o valor adicional gerado pela gestão privada dos ativos previdenciários pareceria superar seu custo adicional.

Ainda assim, com todos os elementos iguais, continua sendo certo que taxas de administração mais baixas irão se traduzir em taxas de substituição mais altas. É entendível que a redução das taxas tenha se tornado, deste modo, o objetivo central da regulação dos governos e da reforma em países com sistemas de capitalização individual. Alguns países, incluindo a Bolívia, Colômbia, Costa Rica, El Salvador e México, fixaram um teto máximo para as taxas através de decretos regulatórios. Enquanto estes tetos irão obviamente reduzir as taxas de administração, pelo menos no curto prazo, eles também podem distorcer os mercados e acarretar consequências imprevistas e prejudiciais. Se o teto estabelecido for muito baixo,

Aumento percentual nos saldos potenciais de contas pessoais na data de aposentadoria, segundo a taxa de retorno real, comparado com o saldo potencial assumindo uma taxa de retorno real de 4.5 por cento*



*As projeções assumem uma taxa de contribuição de 12.5 por cento, um crescimento de salários reais de 2.0 por cento, uma vida laboral de 40 anos e taxas de administração equivalentes ao 0.5 por cento dos ativos.
Fonte: Cálculos do GAI

GRÁFICO 10

as empresas administradoras de fundos irão redirecionar seus portfólios de investimento para tipos de ativos de menor custo, cujos baixos retornos irão afetar o impacto positivo da redução das taxas de administração nos saldos de conta e nas taxas de substituição. Por outro lado, se o teto for muito alto, a taxa de todas as administradoras de fundos irá convergir em direção à máxima taxa permitida, reduzindo a concorrência de preços e, potencialmente, resultando no longo prazo em taxas mais altas do que talvez tivesse sido o caso.

A melhor abordagem, que vem sendo adotada pela maioria de países com sistemas de capitalização individual, é decretar medidas para promover a concorrência entre

administradoras de fundos para melhorar a eficiência. As medidas mais comuns incluem: redução das barreiras de entrada às administradoras de fundos; simplificação e padronização das estruturas de custos para aumentar a transparência; publicação regular de relatórios que permitam aos participantes comparar os retornos dos investimentos feitos pelas diferentes administradoras de fundos; atribuição aos filiados que não escolheram uma administradora de fundo àquela que ofereça menores taxas ou, melhor ainda, a maior taxa líquida de retorno; permitir que as administradoras de fundos ofereçam descontos de fidelidade; e permitir que os participantes alternem entre administradoras de fundos mais frequentemente desde que mudem para o

Ativos segundo a categoria de investimento em países selecionados que contam com sistemas previdenciários de capitalização individual

	Dívida governamental		Dívida de instituições financeiras		Outros investimentos domésticos [†]		Investimento no exterior	
	2000	2012	2000	2012	2000	2012	2000	2012
CHILE	36%	22%	35%	17%	18%	25%	11%	36%
COLÔMBIA*	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%

* A informação da Colômbia refere-se aos anos 2004 e 2012.

† Inclui uma categoria pequena de ativos não classificados.

Fonte: AIOS Buletín Estadístico (varios años)

TABELA 8

fundo com as taxas mais baixas. Embora seja difícil desvincular o efeito destas reformas sobre as taxas de administração de outros fatores, e em particular da maturidade do sistema, parece que estas reformas estão a ajudar a reduzir as taxas em alguns países.

Outra estratégia muito discutida envolve a segregação das funções de administração do plano e registro das funções de gestão de ativos do sistema de pensões. No chamado modelo sueco, que foi desenvolvido para o sistema de capitalização individual de segundo-nível, ou pensões Premium deste país, as contribuições dos trabalhadores são transferidas a fundos de investimento privados através de uma “câmara de compensação” do governo central que exerce todas as funções de manutenção de registros e administração do plano. Enquanto a maioria dos especialistas concorda que o modelo sueco oferece uma potencial eficiência nos

custos, eles também reconhecem que ele requer um sofisticado sistema de coleta de informação e capacidades de gerenciamento que podem não estar ao alcance de todos os governos.²⁸ Para a maioria das economias emergentes, o modelo chileno, no qual todas as funções de administração do plano, registro e gestão de ativos são controladas pela mesma empresa administradora de fundos, pode ser a única opção prática.

RESTRICÇÕES NO PORTFÓLIO DE INVESTIMENTOS

As vantagens potenciais dos sistemas previdenciários de capitalização podem não se concretizar plenamente se requisitos de alocação de portfólio excessivamente restritivos impedirem aos filiados obter uma taxa de retorno de mercado sobre suas poupanças. Durante a fase de implementação dos sistemas de capitalização individual, pode fazer sentido para as autoridades reguladoras

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

das economias emergentes estabelecer diretrizes gerais para investimentos permitidos com níveis mínimos e máximos para diferentes classes de ativos. Ao longo do tempo, no entanto, as restrições devem ser suavizadas enquanto os mercados de capitais se desenvolvem e a experiência das empresas administradoras de fundos aumenta. Em última análise, o sucesso de um sistema previdenciário de capitalização requer mover-se em direção a uma regra de investimento do “homem prudente” (*prudent man rule*) que permita que as contribuições fluam em direção aos investimentos com os retornos ajustados ao risco mais altos.

Muitos países latino-americanos estão claramente caminhando nesta direção. Inicialmente, as regras de portfólio na maioria dos países obrigaram que a maioria dos ativos previdenciários fosse investido em dívida pública. A exigência deveu-se em parte à filosofia de investimento conservadora dos reguladores previdenciários, em parte à necessidade de obter uma fonte de financiamento para a transição dos anteriores sistemas de repartição, e em parte porque as alternativas de investimentos adequadas não sempre estavam disponíveis. No entanto, à medida que os mercados de capitais se desenvolvem, as regras são liberalizadas e os portfólios diversificam-se progressivamente na maioria dos países. O sobre investimento em dívida do governo, apesar disso, continua a ser motivo de preocupação em alguns casos, incluindo o México. (Ver Tabela 8).

Apesar da tendência em direção à diversificação de portfólios, a maioria dos países ainda mantém limites baixos para o investimento no exterior, sendo o Chile e Peru

Os sistemas de capitalização individual devem avançar gradualmente em direção à regra de investimento do “homem prudente”.

exceções notáveis. Estas restrições representam um grave problema no longo prazo. Embora os mercados de capitais latino-americanos estejam crescendo e aprofundando, o incremento dos ativos previdenciários ameaça superar as oportunidades de investimento doméstico. É claro que existem alguns argumentos aparentemente sensatos para a restrição de investimento no exterior. Ainda quando o retorno sobre a poupança que é investido no exterior flui para os titulares das contas, ajudando a financiar sua eventual aposentadoria, esta poupança não aumenta as reservas de capital interno nem a produtividade da economia nacional. É compreensível que os governos prefiram investir as poupanças previdenciárias na criação de empregos, construção de moradias ou melhoria da infraestrutura pública. Porém, no final das contas, as restrições ao investimento no exterior, assim como os requisitos para encher as carteiras de investimento com dívida pública, minam o objetivo principal de qualquer sistema previdenciário de capitalização, que é o de ganhar o mais alto retorno ajustado ao risco para seus filiados.

A diversificação global das carteiras de investimento tornar-se-á mais importante à medida que as economias emergentes de hoje envelheçam e o crescimento da força de trabalho e da economia desacelerem. Sem

esta diversificação, os países com sistemas previdenciários de capitalização podem deixar de ser mais capazes do que países com sistemas de repartição de escapar da tirania da própria demografia.

OPÇÃO INDIVIDUAL

Permitir aos gerentes de investimento alocar portfólios de fundos previdenciários de pensão de acordo com a regra do homem prudente não é a mesma coisa que dar liberdade aos filiados do sistema para decidir sobre os investimentos. Há uma vasta literatura que sugere que a educação financeira da maioria dos trabalhadores é na melhor das hipóteses rudimentar, um fato que se aplica tanto a países desenvolvidos quanto a países em desenvolvimento.²⁹ No caso em que a opção de investimento seja em algum grau permitida em sistemas de capitalização obrigatórios, esta deve ser estritamente limitada. Idealmente, todos os sistemas deveriam ir em direção a um modelo multifundos, no qual os filiados são assignados, sobre a base de sua idade, a um dos fundos de um painel limitado de fundos com diferentes graus de risco de investimento.

Durante o debate da década de 1990 sobre o sistema de Segurança Social de Estados Unidos, muitos favoreciam sua transformação em um sistema de capitalização individual devido à opção de decidir sobre os investimentos que este sistema permitia aos filiados. A vantagem do sistema de capitalização, no entanto, não está na escolha que poderiam oferecer, mas sim nas maiores taxas de substituição que podem

O propósito de um sistema previdenciário do Estado não é facilitar a eleição, mas sim proteger os indivíduos das consequências de más elei.

gerar à medida que as sociedades envelhecem. Uma ampla discricão do participante nas decisões de investimento pode ser apropriada em um sistema voluntário de pensões complementares, precisamente porque é voluntário e complementar. Em um sistema previdenciário público e obrigatório cuja finalidade é garantir um adequado nível de vida na aposentadoria, e que abrange uma ampla proporção da população, a atenção não deveria estar em facilitar a opção individual, mas em proteger os indivíduos contra as consequências de más escolhas.

IDADES DE APOSENTADORIA

Assim como estabelecer taxas de contribuição muito baixas pode prejudicar a idoneidade de um sistema previdenciário, definir idades de aposentadoria muito baixas também pode fazê-lo. Enquanto em algumas economias emergentes a idade de aposentadoria oficial é de 65 anos, que é a *standard* em países desenvolvidos, em muitos outros a idade de aposentadoria oficial é 60 ou ainda menos. A idade oficial de aposentadoria pode ser simplesmente a idade mínima de elegibilidade para benefícios previdenciários, mas em algumas economias emergentes, especialmente no leste da Ásia, é uma idade compulsória

29. Annamaria Lusardi e Olivia S. Mitchell, "Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education," *Business Economics* no. 42 (Janeiro 2007); e 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).

rigidamente aplicada pelo menos no setor formal da economia. Nas economias em rápido desenvolvimento, idades de aposentadoria precoces e/ou obrigatórias podem fazer sentido. Afinal de contas, convencer ou obrigar aos trabalhadores mais velhos não qualificados a aposentarem-se de uma empresa ajuda a fazer espaço para trabalhadores jovens e mais qualificados. Mas quantos mais jovens altamente educados e produtivos sobem a pirâmide da idade, estas práticas irão se tornar um custoso anacronismo.

O envelhecimento da população reforça o argumento a favor de estabelecer idades de aposentadoria mais avançadas.

O envelhecimento da população faz ainda mais convincente o argumento para estabelecer idades de aposentadoria mais avançadas. À medida que aumenta a expectativa de vida, a aposentadoria antecipada torna-se cada vez mais difícil de financiar. Se a idade de aposentadoria permanecer inalterada, as taxas de contribuição deverão aumentar proporcionalmente ao aumento da expectativa de vida, ou as taxas de substituição deverão cair, independentemente se o sistema previdenciário é de capitalização ou de repartição. Por outro lado, a indexação da idade de aposentadoria aos incrementos na expectativa de vida pode manter a idoneidade do sistema previdenciário sem aumentar seu custo total. Há outras razões também por que as economias emergentes irão precisar promover idades de aposentadoria mais altas. Além de contribuir a manter uma renda adequada para os aposentados, mais anos de trabalho

também podem ajudar a manter o crescimento econômico em economias emergentes em processo de envelhecimento, onde a população em idade ativa tradicional irá contraindo ou crescendo mais lentamente. Quando os idosos permanecem produtivamente envolvidos, isso não é somente bom para a saúde da economia, mas também, de acordo com a maioria dos gerontologistas, para a saúde dos próprios idosos.

RISCO DE LONGEVIDADE

Os sistemas de capitalização individual são às vezes criticados por não protegerem os participantes contra o “risco da longevidade” —isto é, o risco de que os aposentados vivam mais que seus ativos. Há, de fato, dois tipos de risco de longevidade: risco individual (o risco de que um determinado aposentado viva mais do que a esperança média de vida) e o risco social (o risco de que a esperança de vida média em si seja maior do que o previsto). Um sistema de capitalização individual bem projetado certamente irá proteger os aposentados contra o primeiro risco, mas a longo prazo, nenhum sistema de pensão pode protegê-los totalmente contra o segundo.

A forma habitual em que os sistemas de capitalização individual abordam o risco de longevidade individual é através da conversão dos saldos das contas em uma renda vitalícia (*annuitization*), a qual os transforma em um benefício definido na data de aposentadoria. Enquanto as rendas vitalícias são famosas por serem sujeitas ao risco moral e informação assimétrica, elas só são problemáticas quando são opcionais. Se as contas individuais são obrigatórias e o risco de longevidade pode ser medido entre um segmento significativo da população, as rendas vitalícias eficientes podem ser facilmente calculadas. É verdade que alguns

sistemas de capitalização não exigem a renda vitalícia, deixando assim os aposentados em risco de desperdiçar seus pagamentos únicos e/ou vivendo além de seus ativos. Este é o caso dos fundos previdenciários gerenciados centralmente na Malásia e Singapura, assim como no sistema de capitalização individual de Hong Kong. Na América Latina e Europa Central e do Leste, no entanto, todos os sistemas de capitalização obrigatórios prevêm alguma forma de renda vitalícia e/ou retirada gradual dos saldos de conta.

Enquanto grande parte do foco da política pública tem estado em como abordar o risco de longevidade individual, é o risco social que, indiscutivelmente, representa o maior desafio. Vale a pena lembrar que a história das projeções de esperança de vida tem sido em grande parte uma história de subestimação embaraçosa. Nas recentes décadas a ONU tem levantado suas estimativas de expectativa de vida futura para a maioria dos mercados emergentes em cada sucessiva revisão de suas projeções de população para o longo prazo. A ONU está projetando agora que o Brasil e o México irão alcançar expectativas de vida em 2050 que são cinco anos maiores do que o projetado apenas quinze anos atrás, enquanto para o Chile e Coréia do Sul, está projetando que essa expectativa de vida será seis anos maior.³⁰ Enquanto a maioria dos atuários tende a ser “pessimista da longevidade” e assume que a até agora continua melhoria nos índices de mortalidade irá desacelerar, a maioria dos demógrafos, com o olhar no registro histórico, agora acredita que essa tendência continuará a um ritmo parecido ao histórico. Se os demógrafos estão certos, vamos em breve

acompanhar uma nova série de revisões para cima das projeções da esperança de vida.

Independentemente do tipo de sistema previdenciário que os países tenham, eles terão cada vez mais dificuldade em isentar o segmento de mais rápido crescimento da população de carregar o custo de uma expectativa de vida cada vez mais longa. Certamente, em sistemas de benefício definido tradicionais esse custo tem sido muitas vezes repassado para os trabalhadores ativos através de maiores taxas de contribuição. Mas isto está agora mudando em tanto as sociedades envelhecem e os custos previdenciários aumentam. Alguns países desenvolvidos (incluindo a Itália e Suécia) transformaram seus sistemas de repartição de benefício definido em sistemas de contas nocionais de contribuição definida, nos quais, assim como acontece nos sistemas de capitalização individual, os benefícios são ajustados para refletir a expectativa de vida da coorte no momento da aposentadoria. Entretanto, muitos países que mantiveram sistemas tradicionais de benefício definido estão aumentando a idade de aposentadoria, enquanto alguns como a Alemanha e o Japão decretaram “estabilizadores demográficos” que em efeito indexam os benefícios à expectativa de vida.

A única questão real é se os aposentados irão assumir o custo ao aceitar menores taxas de substituição ou ao trabalhar mais anos. A segunda é a melhor solução dado que beneficia tanto a economia como também preserva a idoneidade da renda de aposentadoria. Em sociedades que envelhecem, idades mais altas de aposentadoria não só são necessárias, mas também desejáveis. ►

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

conclusão

Os formuladores de política pública em muitas das economias emergentes de hoje estão ainda preocupados em satisfazer as necessidades das populações jovens e em rápido crescimento de seus países. Quando a educação dos jovens, a criação de empregos e a modernização da economia são preocupações tão urgentes, pode ser tentador concluir que a preparação para o eventual envelhecimento de suas populações seja uma prioridade relativamente baixa. Embora esta conclusão seja compreensível, é errada. A implementação da infraestrutura para sistemas previdenciários públicos implica um grande compromisso de recursos, e os próprios sistemas demoram algumas décadas para amadurecer. Enquanto isso, a cada ano que passa a tendência ao envelhecimento nos países em desenvolvimento aumenta.

Este relatório tem argumentado que o envelhecimento global aumentará a vantagem relativa do modelo de capitalização. A conclusão mais importante é que os sistemas previdenciários de capitalização poderiam desfrutar da vantagem de uma crescente taxa de retorno sobre sistemas de repartição que lhes permitirá fornecer benefícios adequados de aposentadoria aos filiados a taxas de contribuição muito mais baixas. Os sistemas

de capitalização também podem favorecer o desenvolvimento do mercado de capitais e, dependendo de como eles são estruturados e financiados, podem ajudar a aliviar a pressão nos orçamentos do governo e manter adequadas taxas de poupança e investimento — todos os quais serão desafios críticos

Estar preparados para o envelhecimento da população deve ser uma questão de alta prioridade.

entanto as economias dos países emergentes amadurecem e sua população envelhece.

Certamente, os sistemas previdenciários de capitalização devem ser bem concebidos para alcançar seus potenciais benefícios. Como já foi visto, inadequadas taxas de contribuição, taxas de administração altas, regras de alocação de portfólio excessivamente restritivas, idades de aposentadoria antecipadas ou a omissão na conversão a renda vitalícia dos saldos de conta podem diminuir a idoneidade dos sistemas previdenciários de capitalização. Contudo, em princípio, todos esses problemas podem ser tratados diretamente através de ajustes de políticas públicas. Como a “segunda geração”

de reformas dos sistemas de capitalização individual da América Latina demonstrou, é possível melhorar a equidade e a eficiência do modelo de capitalização aumentando suas inerentes vantagens econômicas ao invés de vulnerá-las.

Entretanto, os sistemas de repartição enfrentam um problema fundamental que não tem nenhuma solução satisfatória. À medida que as economias emergentes envelhecem, aquelas que mantêm sistemas de repartição irão inevitavelmente enfrentar uma compensação de soma zero entre a

É possível melhorar a equidade e eficiência dos sistemas de capitalização individual sem sacrificar suas inerentes vantagens econômicas.

imposição de cada vez mais altas cargas tributárias sobre os trabalhadores do amanhã ou profundas reduções nos benefícios sobre os aposentados do amanhã. Do Brasil à Coreia do Sul, muitas economias emergentes já decretaram grandes cortes nas generosas provisões esperadas dos sistemas previdenciários públicos de repartição. Mas ainda não está claro se eles realmente melhoraram a sustentabilidade no longo prazo dos seus sistemas previdenciários, uma vez que os governos podem vir a enfrentar intensa pressão para reverter as reformas conforme envelhece seu eleitorado. No final, a pretensão de que um sistema previdenciário possa ser fiscalmente

sustentável, mas socialmente inadequado pode vir a ser apenas tão vazia quanto a pretensão de que possa ser socialmente adequada, mas fiscalmente insustentável. Os sistemas previdenciários devem oferecer tanto idoneidade quanto sustentabilidade, e em sociedades em processo de envelhecimento somente os sistemas de capitalização podem ser capazes de fazê-lo.

Nos últimos anos, as vantagens do modelo de capitalização têm sido obscurecidas por um debate altamente tendencioso sobre a falha dos sistemas de capitalização individual para garantir ampla cobertura e uma adequada proteção contra a pobreza. Sim, os sistemas previdenciários de capitalização deixam grandes segmentos da força de trabalho sem cobertura, mas em economias emergentes com grandes setores informais acontece o mesmo com os sistemas de repartição. Sim, os sistemas de capitalização podem falhar em fornecer benefícios adequados aos trabalhadores com histórias de contribuições irregulares, mas assim também os sistemas de repartição. E sim, os sistemas de capitalização sujeitam os trabalhadores a riscos consideráveis, assim como também o fazem os sistemas de repartição. No despertar da recente crise financeira global, o risco político de um sistema de repartição pode para alguns parecer preferível ao risco de mercado de um sistema de capitalização. Mas uma política de aposentadoria efetiva deve se concentrar no longo prazo; e no longo prazo há poucas dúvidas de que, à medida que a idade das economias emergentes aumenta, os sistemas de repartição irão expor os trabalhadores a riscos maiores do que os sistemas de capitalização.

Embora os sistemas de capitalização sejam uma parte essencial de qualquer estratégia geral para enfrentar o desafio do envelhecimento, eles por si só não podem representar toda a estratégia. Toda economia emergente também precisa implementar um piso robusto de proteção contra a pobreza na velhice; ou seja, uma pensão social. Como vão as coisas, muitos trabalhadores—e em alguns países a grande maioria dos trabalhadores—irão chegar à velhice com benefícios inadequados do sistema previdenciário contributivo ou mesmo sem benefícios. Sem benefícios não contributivos como uma barreira de proteção, terão de recorrer às redes familiares de apoio tradicionais, as que por sua vez estarão sob crescente tensão devido à modernização e ao declínio do tamanho da família.

Ainda quando necessárias no curto prazo, as pensões sociais não contribuem a uma estratégia viável de longo prazo para garantir a segurança previdenciária. Nas atuais economias emergentes relativamente jovens, o limitado alcance dos sistemas contributivos já se tornou uma crescente preocupação econômica e social. Nas economias emergentes do amanhã, com cargas crescentes de dependência dos idosos, poderia se tornar uma catástrofe econômica e social. Uma coisa é que metade ou mais dos idosos dependa da assistência social do governo quando os idosos são 5 a 10 por cento

Os desafios do desenvolvimento e de envelhecimento que enfrentam as economias emergentes estão inextricavelmente ligados.

da população. Vai ser outra coisa quando os idosos representarem de 20 a 30 por cento da população.

No final, o desafio do envelhecimento e o desafio de desenvolvimento que enfrentam as economias emergentes estão inextricavelmente ligados. Garantir uma genuína segurança da aposentadoria exigirá expandir o alcance dos sistemas previdenciários contributivos. Porém, a habilidade dos países para ampliar esse alcance dependerá criticamente de seu sucesso na redução da informalidade e da desigualdade. Embora isto vá exigir novas iniciativas de reforma em muitas frentes, as políticas de aposentadoria também terão um papel a desempenhar. Ao contrário dos sistemas previdenciários de repartição, os sistemas de capitalização podem ajudar a avançar na agenda de desenvolvimento, facilitando o desenvolvimento do mercado de capitais e liberando recursos fiscais para investimentos em infraestrutura, capital humano e moradia e outros elementos essenciais de uma economia plenamente desenvolvida.

Ainda há tempo para as economias emergentes enfrentarem o desafio do envelhecimento, mas o tempo começa a se esgotar. Alguns países já fizeram enormes progressos, mas muitos mal começaram a tomar medidas e alguns estão realmente dando passos para trás. Os elementos gerais de uma solução são claros. O que está para ser visto é se os formuladores de políticas públicas terão a sabedoria para promulgar reformas oportunas e construtivas. Em jogo pode não estar apenas a segurança dos futuros aposentados, mas também a prosperidade e a estabilidade da economia e da sociedade. ►

Nota técnica sobre informação estatística e fontes citadas

Com algumas exceções devidamente identificadas neste relatório, a informação demográfica vêm do *World Population Prospects: The 2012 Revision* (New York: UN Population Division, 2013). Para países onde a taxa de fecundidade encontra-se no nível da taxa de reposição de 2.1 ou abaixo, as projeções de população usadas no relatório referem-se à variante de projeção de “fecundidade constante” das Nações Unidas, a qual assume que no futuro a fecundidade irá manter-se constante em seu nível de 2005-2010. Para os países onde a taxa de fecundidade está ainda acima da taxa de reposição de 2.1, usamos a variante de projeção “média” das Nações Unidas, a qual assume que a fecundidade irá diminuir no futuro.

A informação estatística sobre os sistemas previdenciários na América Latina, com exceção do Brasil, vêm da Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) e encontra-se disponível em <http://www.aiosfp.org>. Esta informação inclui estatísticas sobre número de filiados e contribuintes, ativos sob administração como percentagem do PIB, ativos sob administração por tipo de investimento, taxa de retorno real e taxas de administração. A maioria das estatísticas está também recopilada pela Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP) e está disponível em <http://www.fiap.cl>. Para o

sistema previdenciário do Brasil, assim como para os sistemas previdenciários do Leste da Ásia e Europa Central e do Leste, a informação estatística básica vem das instituições estatísticas nacionais, das agências nacionais de aposentadoria e de estudos especializados.

Para preparar este relatório, usamos várias revisões *standard* dos sistemas previdenciários incluindo *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); e *World Social Protection Report 2014/15* (Geneva: ILO, 2014).

Além destas revisões, há naturalmente uma ampla literatura sobre reforma de pensões nas economias emergentes. Os seguintes estudos são dos mais importantes que foram consultados durante a elaboração deste relatório: Robert Holzmann e 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 e 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 e 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 e 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 e Evelyn Vezza, eds., *Beyond Contributory Pensions: Fourteen Experiences with Coverage Expansion in Latin America* (Washington, DC: World Bank, 2015); e *OECD Pensions Outlook* (Paris: OECD, vários anos). ►

Sobre os autores

RICHARD JACKSON é fundador e presidente do Global Aging Institute (GAI), uma organização educacional e de pesquisa sem fins de lucro dedicada a ampliar a compreensão dos desafios econômicos, sociais e geopolíticos gerados pela mudança demográfica e principalmente pelo envelhecimento da população nos Estados Unidos e no mundo. Richard também é associado senior no Center for Strategic and International Studies (CSIS) e assessor senior na Concord Coalition. Richard é autor e coautor de numerosos estudos sobre políticas públicas incluindo *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); and *The Graying of the Great Powers: Demography and Geopolitics in the 21st Century* (2008). Richard frequentemente realiza conferências sobre temas demográficos e é citado regularmente pela mídia. Tem um doutorado em História da Universidade de Yale e vive em Alexandria, Virginia com sua esposa Perrine e seus três filhos Benjamin, Brian e Penelope.

KEISUKE NAKASHIMA é associado senior no Global Aging Institute (GAI) e professor associado na Universidade de Estudos Internacionais da cidade de Kobe, Japão. Antes de pertencer à cátedra da Universidade da Cidade de Kobe, Keisuke trabalhou com Richard Jackson em temas de envelhecimento global no Center for Strategic and International Studies. Keisuke é autor e coautor de numerosos estudos sobre política pública, incluindo *Global Aging and the Future of Emerging Markets* (2011); *China's Long March to Retirement Reform: The Graying of the Middle Kingdom Revisited* (2009); e *The Aging of Korea: Demographics and Retirement Policy in the Land of the Morning Calm* (2007). Ele tem um mestrado em Relações Internacionais da Maxwell School of Citizenship and Public Affairs da Universidade de Syracuse e um bacharelado em Estudos Anglo-americanos da Universidade de Estudos Internacionais da cidade de Kobe.

SOBRE O GLOBAL AGING INSTITUTE

O Global Aging Institute (GAI) é uma organização de pesquisa e educacional sem fins de lucro dedicada a ampliar nosso entendimento sobre o envelhecimento global, a informar aos formuladores de políticas e ao público sobre os desafios que pouso, e a encorajar respostas de política pública oportunas e construtivas. A agenda do GAI é ampla e abrange aspectos desde segurança previdenciária até segurança nacional, e seu alcance é global, estendendo-se a todas as sociedades em processo de envelhecimento no mundo todo.

O GAI foi fundado em 2014 e sua sede encontra-se na Alexandria, Virginia. Apesar do GAI ser recente, sua missão não é. Antes de lançar o instituto, Richard Jackson, Presidente do GAI, dirigiu o programa de pesquisa sobre envelhecimento global no Center for Strategic and International Studies o qual, ao longo de quase quinze anos, produziu uma grande quantidade de pesquisas e análises de vanguarda que cumpriram um importante papel em orientar o debate sobre o que promete ser um dos grandes desafios do século vinte e um. O Conselho de Administração do GAI é presidido por Thomas S. Terry, CEO do Terry Group e ex-presidente imediato da American Academy of Actuaries. Para conhecer mais sobre o Global Aging Institute, pode visitar sua página web www.GlobalAgingInstitute.org.

SOBRE O PRINCIPAL INTERNATIONAL

Principal International, Inc., foi fundada em 1990, é uma divisão do Principal Financial Group®.¹ Principal International proporciona uma ampla gama de serviços financeiros e produtos de poupanças a longo prazo para cobrir as necessidades de organizações e indivíduos ao redor do mundo. A divisão opera em 10 mercados da América Latina e da Ásia através de subsidiárias próprias e joint ventures.

A empresa matriz da Principal International é o Principal Financial Group, um dos líderes em administração de investimentos globais, que oferece serviços previdenciários, soluções de seguros e administração de ativos. Fundado em 1879 e membro do FORTUNE 500®, o Principal Financial Group tem \$530.3 bilhões de dólares² em ativos sob administração e serve a uns 19.9 milhões de clientes ao redor do mundo desde escritórios na Ásia, Austrália, Europa, América Latina e Estados Unidos. Para maior informação, visite <http://investors.principal.com/investor-relations/default.aspx>.

1.“The Principal Financial Group” é uma marca registrada de Principal Financial Services, Inc.

2. Informação atualizada ao 31 de Março de 2015.



www.GlobalAgingInstitute.org



www.principal.com