

Capítulo 2

Elementos básicos de la economía de pensiones

Los capítulos 2 a 6 tienen un doble objetivo. Presentan análisis económicos de los sistemas de pensiones para proporcionar a los lectores una aproximación sistemática al tema, y están también destinados a contribuir a un debate permanente, en el que se refutan razonamientos que consideramos en algunas circunstancias, pero no siempre, como falsos, equívocos, o verdaderos.

Este capítulo presenta algunas cuestiones de fondo: los objetivos centrales de los sistemas de pensiones (sección 2.1), sus características básicas (sección 2.2) y el marco económico (sección 2.3).

2.1 OBJETIVOS CENTRALES DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

Si bien este libro reconoce los aspectos más generales de la protección de la vejez, este libro trata sobre sus aspectos económicos. Para ello, este capítulo considera dos grupos de objetivos primarios en los sistemas de pensiones. Los sistemas de pensiones deben:

- proveer de mecanismos para distribuir el consumo a lo largo de la vida (lo que podría denominarse la «hucha» de las

pensiones), prevenir ante bajos ingresos y garantizar medios suficientes para la vejez; como también

- aliviar la pobreza y redistribuir ingresos y riqueza (lo que podría llamarse función de «Robin Hood»).

Estos dos grupos de objetivos se discuten en las secciones 2.1.1 y 2.1.2, respectivamente.

Abordar estos objetivos implica interacciones, dado que ahorrar para la vejez y asegurarse contra el riesgo de vivir más tiempo de lo que permitirían los bienes que uno tiene también ayuda a paliar la pobreza, y tiene efectos además sobre las distribuciones de ingresos y de riqueza. Para abordar estos objetivos es necesario también considerar los costes de conseguirlos. A modo de guía útil:

- El objetivo primordial de las pensiones es la protección económica durante la vejez, lograda a través de la distribución del consumo, aseguramiento, alivio de la pobreza y redistribución.
- El objetivo primordial del diseño de pensiones es optimizar la protección durante la vejez, incluyendo el coste de proporcionar esta protección.

2.1.1 Objetivos individuales y familiares

Desde el punto de vista de los individuos y las familias, la protección de los ingresos durante la vejez requiere dos tipos de instrumentos: un mecanismo para la distribución del consumo y una manera de asegurarlo. Para aquellos que tienen pocos recursos a lo largo de su vida, la garantía del ingreso incluye adicionalmente transferencias que se les proporcionan en su vejez.

DISTRIBUCIÓN DEL CONSUMO. La gente busca maximizar su bienestar a lo largo de su vida, no solo en un momento dado.

La mayoría de la gente espera poder vivir lo suficiente para jubilarse. Para ello ahorran, redistribuyendo efectivamente sus ingresos desde la juventud hasta la vejez. Así, el objetivo central de las pensiones de jubilación —distribución del consumo— es permitir a las personas la transferencia de consumo de sus ingresos en su madurez hacia su jubilación, permitiendo así elegir el mejor momento para consumir durante la vida laboral y una vez retirado. El grado en el que la pensión provee esta distribución está reflejado en la tasa de sustitución, que mide la proporción que representa la pensión sobre los salarios previos a la jubilación.

El objetivo de la distribución del consumo se aplica a las familias, no solo a los individuos. La gente se preocupa por sus hijos y sus parejas. Los sistemas de pensiones incluyen habitualmente seguros de vida para trabajadores con hijos pequeños y la opción o la obligación de cubrir al cónyuge anciano, habitualmente a través de rentas vitalicias.

Algunos estudios muestran que el superviviente de la pareja normalmente necesita más de la mitad de los ingresos de esta —habitualmente entre el 65 y 70%— para mantener en lo posible su nivel de vida—. Esto es, una tasa de sustitución deseable para el superviviente debería ser superior a la mitad de los ingresos. Así, en ausencia de prestaciones de supervivencia, si dos cónyuges tienen la misma pensión, la muerte de uno de ellos puede disminuir el nivel de vida del otro, dependiendo del nivel de riqueza disponible para el cónyuge superviviente. El problema es más importante si quien muere antes es quien más gana. Los hombres suelen tener ingresos más altos y por tanto prestaciones mayores que las mujeres, son habitualmente mayores que sus esposas y tienen tasas de mortalidad más altas que las mujeres; por tanto, una inadecuada prestación de supervivencia es parte del mecanismo que conduce, en muchos países, a la existencia de mayores niveles de pobreza entre viudas, así como a una reducción significativa del nivel de vida de muchos supervivientes con ingresos por encima del umbral de pobreza. Las pensiones de supervivencia, analizadas en el

capítulo 6, son por tanto un importante elemento para preservar el nivel de vida de los mayores.

ASEGURAMIENTO. En un mundo con certidumbre, los individuos ahorrarían lo necesario durante su vida laboral para financiar su jubilación. Sin embargo, la gente no vive en un mundo de certidumbre, ya que no saben cuanto tiempo van a vivir. En consecuencia, una pensión basada en el ahorro individual implica también una elección individual: o correr el riesgo de vivir más de lo que permitirían sus ahorros para la jubilación o consumir muy poco durante su vejez para evitar que eso pase. Pero aunque nadie sabe cuánto tiempo va a vivir, la esperanza de vida media de un grupo determinado es mucho más predecible. La agrupación de riesgos individuales puede realizarse por compañías de seguros o por el Estado, aunque subsista el riesgo de que la esperanza de vida sea mayor a la prevista.

Esta es la esencia de las rentas vitalicias, en las que un individuo intercambia su capital acumulado para la jubilación por unos ingresos periódicos durante el resto de su vida, sea cual sea esta. Asegurar en forma de renta vitalicia incrementa el bienestar individual reduciendo la necesidad de acumular grandes ahorros para evitar la pobreza si se vive más que la esperanza de vida correspondiente. Aunque algún tipo de transformación en renta vitalicia es parte de un plan razonable, la incertidumbre sobre gastos futuros y los deseos de dejar un legado implican que no todo el capital debería convertirse en renta vitalicia, aunque los precios fueran actuarialmente adecuados. Como apuntamos, las rentas vitalicias pueden ser usadas para proporcionar recursos al cónyuge superviviente de un trabajador.

Además del riesgo de vivir más de lo que cubriría lo ahorrado, que las rentas vitalicias pueden cubrir, hay también riesgos sobre los ingresos futuros durante la vida laboral. Estos últimos pueden asegurarse en parte a través de seguros de desempleo y discapacidad, pero también tienen consecuencias para la jubilación que los

sistemas de pensiones pueden abordar, al menos parcialmente, a través de elementos redistributivos. Adicionalmente, los sistemas de pensiones pueden proteger contra la discapacidad y a los hijos menores si uno de los progenitores muere antes de la jubilación.

¿SON LOS PLANES INDIVIDUALES SUFICIENTES? En el más simple de los mundos una persona provee para su pensión a través del ahorro voluntario durante su vida laboral para lograr su trayectoria óptima de consumo, comprando una renta vitalicia para protegerse del riesgo de longevidad. Si las cosas fueran tan simples, las pensiones podrían quedarse en decisiones voluntarias y de seguros privados, sin necesidad de involucración del Estado.

Hay dos grupos de razones por las que este planteamiento por sí solo es insuficiente. Primero, el modelo simple asume, además de la incertidumbre sobre la fecha de fallecimiento, que los individuos están bien informados, que no hay otras distorsiones y que son capaces de tomar las decisiones adecuadas. Estas premisas son útiles para formular una teoría simple, a pesar de, como se analiza en la sección 2.3.1 y cuadros 2.1 y 2.2, las inadecuadas guías para diseñar políticas en áreas como las pensiones. Los modelos simples, asumiendo implícitamente un mundo óptimo, ignoran una gama de fallos del mercado y dan por supuesto que no existen los muchos problemas para los que la intervención del Estado fue diseñada. En contraste, el análisis subóptimo busca la política óptima en presencia de dichas distorsiones. Además, estos modelos reconocen tanto los gastos de administración como los de transacción. Los sistemas públicos pueden (y frecuentemente lo hacen) costar mucho menos que las alternativas que ofrece el mercado privado.

A la luz de estas imperfecciones del mercado, la intervención del Estado puede mejorar de distintas formas la eficiencia de la distribución del consumo y el aseguramiento, ayudando (y si fuera necesario, forzando) a los individuos a hacer un mejor uso

de los recursos de los que disponen en beneficio de ellos mismos y sus familias.

Una segunda razón para la involucración del Estado es que la política pública tiene otros objetivos además de la mejora de la distribución del consumo y del propio aseguramiento, en particular, paliar la pobreza y la redistribución. Reforzando este razonamiento de la intervención, establecer un programa condicionado para proveer ingresos a los mayores en situación de pobreza produce en los trabajadores con bajos ingresos un incentivo para ahorrar para su jubilación («vivir del cuento»); el ahorro obligatorio para la jubilación puede reducir el coste de este desincentivo.

2.1.2 Objetivos de política

MITIGAR LA POBREZA. Para mitigar la pobreza, los sistemas de pensiones dirigen sus esfuerzos hacia los ciudadanos con pocos recursos durante su vida y que por ello no son capaces de ahorrar lo suficiente para mantenerse en la vejez. En algunos aspectos, el diseño es más simple cuando se dirige a la gente mayor: la capacidad de conseguir ingresos del trabajo es escasa para la gente que está más allá de la edad de jubilación, con lo que no es muy probable que las transferencias a los mayores reduzcan los incentivos para trabajar. (Por supuesto, estas transferencias pueden influir en la oferta de trabajo y los ahorros de la población más joven de cara a su jubilación futura, y esto debe tenerse en cuenta.) Dado que la preocupación sobre sus posibles impactos en el mercado laboral no es muy alta, es potencialmente beneficioso tener reglas separadas y específicas para los mayores. En suma, estos programas pueden dirigirse a personas mayores o pueden enfocarse en las personas que han contribuido al sistema de pensiones. Muchos países tienen ambos tipos de programas.

REDISTRIBUCIÓN. Los sistemas de pensiones pueden redistribuir los ingresos a lo largo de la vida, complementando el papel de los impuestos progresivos sobre los ingresos anuales. La redistribución a lo largo de la vida puede lograrse pagando pensiones a personas con bajos ingresos para las que esas pensiones, por tanto, suponen un alto porcentaje con respecto a sus ingresos previos (esto es, una tasa de sustitución mayor), subsidiando la distribución del consumo de los menos favorecidos, aunque no necesariamente pobres. Dado que los ingresos a lo largo de la vida son inciertos desde una perspectiva individual, tales sistemas pueden proporcionar algún tipo de protección contra las consecuencias que durante la jubilación puedan sufrir personas que han tenido bajos ingresos durante una larga parte de su carrera laboral. También puede redistribuirse hacia las familias, por ejemplo, pagando una pensión más alta a una pareja casada que a una persona soltera, aunque los dos hogares hayan pagado las mismas contribuciones. A la inversa, las contribuciones obligatorias de los trabajadores a los sistemas de pensiones pueden reducir el coste posterior de proporcionar soporte a los mayores sin recursos a través de transferencias generales.

Los sistemas de pensiones pueden redistribuir también entre generaciones. Por ejemplo, un gobierno puede reducir la tasa de contribución o incrementar las prestaciones de la generación actual. Dicho movimiento requiere que las generaciones futuras paguen contribuciones más altas o tengan pensiones más bajas, redistribuyendo entonces desde esas futuras generaciones hacia los mayores de generaciones anteriores. Esto ha sido una característica común en el origen de los sistemas de pensiones, como lo es el que los que trabajaron antes de que el sistema fuera creado hayan tenido, por otra parte, pensiones de jubilación relativamente bajas. También, dependiendo del momento, pueden haber sufrido circunstancias económicas adversas, por ejemplo, depresiones económicas o guerras.

2.1.3 Otros objetivos

Junto a los objetivos primarios de distribución del consumo, aseguramiento, alivio de la pobreza y redistribución, la política en materia de pensiones puede tener objetivos secundarios que están relacionados pero no forma parte del sistema en sí.

Un objetivo específico es el crecimiento económico. Incluso los sistemas de pensiones bien diseñados crean algunos incentivos adversos en el mercado laboral, y los que están mal diseñados pueden tener un enorme impacto. Los gastos excesivos de las pensiones públicas pueden contribuir a que haya unas altas tasas impositivas, poniendo el crecimiento en riesgo y pueden disminuir excesivamente el ahorro nacional.

A la inversa, los compromisos de pensiones pueden ayudar al funcionamiento del mercado de capitales y del mercado laboral y pueden favorecer el ahorro.

Hay cierto debate sobre el peso que deben tener estos objetivos secundarios en la política de las pensiones.

2.1.4 Identificación de costes

Es siempre importante reconocer que el suministro de recursos —en este caso, el consumo de los jubilados— tiene costes.

No solo los recursos son costosos en sí mismos, sino que los costes surgen también de las reglas que determinan cómo se fijan las prestaciones y cómo se recauda para poder hacer frente a aquellas prestaciones; también hay costes administrativos, que son inevitables en cualquier estructura de pensiones.

Al considerar el diseño de los sistemas de pensiones es importante identificar que hay otras distorsiones, incluyendo las que generan los impuestos: el Estado necesita los ingresos derivados de los impuestos para poder funcionar. Es una preocupación básica,

por tanto, evitar implementar un sistema cuyo coste sea mayor de lo necesario para cumplir sus objetivos y además, equilibrar el nivel de consecución de estos objetivos con los costes de lograrlos, un tema al que volvemos en el cuadro 2.3.

2.2 CARACTERÍSTICAS FUNDAMENTALES DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

Los sistemas de pensiones pueden ser considerados de diversas formas, conforme a (a) el nivel de capitalización, (b) la relación entre contribuciones y prestaciones, y (c), la forma en que ambos, prestaciones y aportaciones, se ajustan a lo largo del tiempo.

2.2.1 Capitalización total, parcial y reparto

En un sistema totalmente capitalizado, las pensiones se pagan desde un fondo constituido a lo largo del tiempo por las contribuciones de y/o para los afiliados.

Con los sistemas de reparto, en contraste, las pensiones se pagan con cargo a las contribuciones actuales.

Las pensiones pueden estar también parcialmente capitalizadas, pagando las prestaciones a partir de una combinación de contribuciones corrientes, rendimientos, y en ocasiones, venta de los activos.

SISTEMAS DE CAPITALIZACIÓN. Estos sistemas de pensiones están basados en el ahorro: las contribuciones están invertidas en activos cuya rentabilidad o retorno se imputa a los fondos a través de los cuales se articula el sistema.

El sistema se basa, por tanto, en un método de acumulación de activos financieros, que se intercambiarán por productos en el futuro. Aunque los sistemas de capitalización pueden adoptar

diversos esquemas, en principio siempre tienen reservas suficientes para pagar todas sus obligaciones financieras. Esto se puede hacer ajustando las contribuciones para que sean iguales a sus obligaciones proyectadas o bien determinando esas obligaciones en función de los fondos disponibles.

Si no existe redistribución entre generaciones, una generación se ve limitada por sus propios ahorros pasados, y por tanto un individuo representativo de esa generación no obtendría del sistema de capitalización más de lo aportado (en valor actual). Si, además, no hay redistribución directa entre individuos, cuando un individuo se jubila, el fondo de pensiones estará constituido por sus contribuciones, junto con los intereses y dividendos acumulados. Esta acumulación financia el consumo de esta persona en su jubilación a través de una renta vitalicia o de alguna otra manera.

REPARTO. Estos sistemas están gestionados normalmente por el Estado. Son de naturaleza contractual, basada en el hecho de que el Estado puede, pero no está obligado, acumular activos en previsión de los derechos de pensión que se reclamen en el futuro, pero sí puede imponer impuestos a la población trabajadora para pagar las pensiones de las generaciones jubiladas. La mayoría de los sistemas de pensiones del Estado son de reparto, en los que la capitalización cubre solo una pequeña parte de las prestaciones pagadas cada año.

Desde un punto de vista económico, el reparto puede verse de diferentes maneras. Como un contribuyente individual, los derechos de pensión de un trabajador se basan en la legislación, de manera que si él contribuye en la actualidad, recibirá una pensión en el futuro. Los términos de las prestaciones legales son bastante precisos, establecidos en las leyes de Seguridad Social de cada país (aunque sujetos a cambios legislativos). Desde el punto de vista del conjunto, el Estado simplemente impone impuestos a un grupo de individuos y transfiere los ingresos a otro grupo. Desde esta

perspectiva macroeconómica, los sistemas públicos de reparto se diferencian poco de otras transferencias de ingresos, aunque los determinantes de quién paga y quién recibe, y por tanto la estructura de incentivos, pueden ser muy diferentes a los de otros sistemas de transferencias de ingresos.

Una importante consecuencia de un sistema de reparto (o de cualquier sistema que no sea de capitalización total) es que relaja la restricción de que las prestaciones recibidas por cualquier generación deben ajustarse a sus propias contribuciones. Así, un sistema de reparto, en agudo contraste con un esquema totalmente capitalizado, puede redistribuir entre generaciones (especialmente hacia jubilados y trabajadores mayores cuando el sistema nace o está creciendo) y puede compartir riesgos entre generaciones.

DEBATES. Hay una controversia considerable sobre las bondades relativas de los sistemas de reparto y los de capitalización. Hay debates sobre:

- el modelo económico básico correcto, por ejemplo, cómo modelar el comportamiento individual;
- las magnitudes empíricas, por ejemplo, elasticidades de la oferta de trabajo y esperanza de vida en 2050;
- la capacidad institucional de un país;
- política económica de las reformas, por ejemplo, si los ciudadanos consideran que su pensión es más segura cuando son ellos los propietarios de las cuentas de capitalización o cuando las pensiones están basadas en promesas del Estado;
- ideología, por ejemplo, en relación al papel del Estado o ponderación otorgada a diferentes objetivos, en concreto, los pesos relativos asignados al alivio de la pobreza y distribución del consumo; y
- el marco normativo utilizado.

2.2.2 La relación entre contribuciones y prestaciones

Independientemente de que los sistemas sean de reparto o capitalización, cuestión aparte es cuán vinculadas están las prestaciones a las contribuciones realizadas por los trabajadores. Hay tres aproximaciones habituales.

PLANES DE CONTRIBUCIÓN DEFINIDA. En un plan de contribución definida (CD), también llamado de cuentas individuales capitalizadas,¹ cada miembro aporta una parte fija de sus ingresos a una cuenta. Estas contribuciones se utilizan para comprar activos que se acumulan en la cuenta, así como la rentabilidad obtenida de esos activos. Cuando la pensión comienza, los activos de la cuenta financian el consumo tras la jubilación a través de una renta vitalicia o alguna otra vía. En un sistema de contribución definida puro (esto es, en el que no hay ningún tipo de redistribución entre los capitales acumulados de los individuos), el consumo de una persona durante su jubilación, con una esperanza de vida y un tipo de interés dados, se determina por la magnitud de lo acumulado para su pensión durante su vida, manteniendo el carácter personal que suponen las restricciones presupuestarias que el propio individuo ha tenido a lo largo de su vida. Una estructura con cuentas individuales capitalizadas puede contemplar redistribución, tanto entre las cuentas de los propios trabajadores como entre las cuentas y los ingresos generales.

Aunque las rentas vitalicias protegen a los individuos contra los riesgos asociados a la longevidad, un sistema de contribución definida puro obliga al individuo a enfrentarse con una amplia gama de riesgos (que se discuten más adelante) asociados a la

¹ N. del t. Esta es una acepción más utilizada en Latinoamérica que en España, en donde las cuentas individuales, aunque generalmente son de contribución definida, pueden llegar a abarcar la noción global de un sistema de capitalización, incluyendo también a los planes de prestación definida.

variación de la tasa de rentabilidad real de los activos acumulados para pensiones, los riesgos relativos a la trayectoria de ingresos futuros y al precio futuro de las rentas vitalicias. El caso puro puede modificarse compartiendo riesgos de alguna forma más amplia, por ejemplo, a través del establecimiento de pensiones mínimas garantizadas, poniendo en común parte de las contribuciones o a través de actuaciones legales sobre los resultados de los mercados de capitales. Los aspectos normativos aplicados a la acumulación de activos, redistribución entre cuentas y fórmula de cálculo de las prestaciones afectan a los incentivos sobre el mercado laboral.

PLANES DE PRESTACIÓN DEFINIDA. En un plan de prestación definida (PD), la pensión de un trabajador no se basa en su propia acumulación sino en su historial de salarios, probablemente considerando también el número de años de actividad. La contribución del promotor es conceptualmente la variable endógena que asegura la sostenibilidad financiera del sistema. Más allá de que los sistemas de prestación definida puedan estructurarse de muy diferentes formas, podemos destacar algunos aspectos:

- Una característica fundamental de su diseño es la forma en que los salarios se incluyen en la fórmula de determinación de las prestaciones. Un sistema basado en el salario final utiliza el salario del último o los últimos años para definir la pensión. Alternativamente, la pensión puede basarse en el salario real o relativo a lo largo de un periodo amplio, incluyendo la carrera laboral completa. En ambos casos, la renta vitalicia de una persona puede indexarse con los salarios hasta la jubilación.
- Las normas del plan especifican cómo cambia el nivel de prestaciones cuando un trabajador retrasa la percepción de su pensión. Tales ajustes pueden ser o no actuariales.
- Los activos de un plan de prestación definida (si los hay) están en un fondo común. Un empleador o el Estado pueden

tener varios planes de prestación definida cubriendo a diferentes grupos de trabajadores.

- Los sistemas de prestación definida pueden ser administrados por el Estado o por los empleadores.

PLANES DE CONTRIBUCIÓN DEFINIDA NOCIONAL (CDN). Reciente innovación internacional, los planes CDN puros son conceptualmente similares a los planes CD puros en la medida en que las contribuciones se «acumulan» nocionalmente para determinar el saldo que se convierte en renta vitalicia durante la jubilación, pero los planes CDN son diferentes en la medida en que no están capitalizados y pueden ser enteramente de reparto. Así, la acumulación en las cuentas sigue una norma que no equivale necesariamente a los rendimientos reales de los activos.

Los planes CDN son similares a los planes CD en:

- Cada trabajador paga una contribución, un porcentaje de sus ingresos que se acredita en una cuenta nocional individual; esto es, el Estado «supone» que hay acumulación de activos financieros.
- La cuantía acumulada en la cuenta está acreditado con un tipo de interés nocional, determinado por el gobierno y para reflejar lo que se puede ofrecer en un contexto económico determinado.
- En el momento de la jubilación, el valor de la acumulación nocional individual se convierte en una renta vitalicia en línea con principios actuariales, dado que el valor actual de la prestación de una persona (dadas las tasas de mortalidad basadas en la cohorte a la que pertenece el trabajador y la edad) es igual al valor de la acumulación nocional de esa persona, utilizando la tasa nocional de interés como tasa de descuento.
- El saldo de la cuenta, por tanto, tiene únicamente fines de registro, ya que el sistema no reconoce fondos de contrap-

tida invertidos en los mercados financieros. Esto explica el término nocional.²

Así, los planes CDN mimetizan un plan CD capitalizado mediante un flujo de pagos cuyo valor actual durante el tiempo de vida esperado de la persona iguala a su acumulación al alcanzar la jubilación, pero con una tasa de interés establecida por el gobierno, no por la rentabilidad de mercado. Como con los sistemas de contribución definida, hay múltiples formas de incorporar elementos redistributivos en las cuentas, por ejemplo, incluyendo pensiones mínimas garantizadas o subsidiando las contribuciones de las personas que están fuera del mercado laboral porque están al cuidado de hijos pequeños o están desempleados.

En apariencia, los planes CDN, cuyas prestaciones dependen de un historial de contribuciones, son muy diferentes de los planes de prestación definida estándar, en los que las prestaciones dependen del historial de salarios. Pero la diferencia no debería ser muy grande. Si las tasas de contribución no cambian, un plan basado en contribuciones es, de hecho, un plan basado en salarios. Es más, los planes CDN son muy similares a algunos planes PD existentes, en especial aquellos basados en el historial de salarios de una persona a lo largo de su vida, difiriendo básicamente en el vocabulario utilizado en su descripción. La elección de la terminología puede tener implicaciones políticas en el proceso de reforma de pensiones.

2.2.3 El tratamiento fiscal de los sistemas de pensiones

Ya sean de contribución definida, de prestación definida o de contribución definida nocional, una cuestión diferencial de los pla-

²Protegiendo el acrónimo, se les ha llamado también sistemas de contribución definida no financiados.

nes es cómo las contribuciones, el proceso de acumulación y las prestaciones se tratan desde un punto de vista fiscal. Los sistemas de pensiones abordan tanto las compensaciones diferidas por el trabajo previo como la acumulación de rentabilidades sobre esa compensación diferida.

Hay varios esquemas diferentes de imposición que se aplican en países diferentes. Como se observa en la página web de la UE:³

La mayoría de los Estados miembros en la actualidad gravan los sistemas de pensiones ocupacionales conforme al sistema EET³ (contribuciones Exentas, rendimientos de las inversiones y ganancias de capital de las instituciones para pensiones Exentas, Tributación de las prestaciones) o principios ETT⁴ (contribuciones exentas, tributación de los rendimientos de las inversiones y ganancias de capital de las instituciones para pensiones, Tributación de las prestaciones).⁴ Esto significa que:

- las contribuciones tanto del empleador como del empleado son fiscalmente deducibles,
- los rendimientos de las inversiones del fondo de pensiones están normalmente exentas de tributación (si bien resultan imponibles en Dinamarca, Italia y Suecia) y
- las prestaciones tributan.

El sistema de tributación diferida es lógico, habida cuenta que las contribuciones a los fondos de pensiones disminuyen las posibilidades de una persona para pagar impuestos; a la vez, animan a los ciudadanos a ahorrar para la vejez. Además, ayudará a los Estados miembros a gestionar la bomba de tiempo demográfica, pues los Estados recibirán ingresos provenientes de la tributación

³ Disponible *online* en ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/personal_tax/pensions/index_en.htm. N. del t. No hay versión en español (solo en inglés, francés y alemán).

⁴ N. del t. Son de uso común en español también las acepciones EET o ETT que los autores describen con sus iniciales en inglés.

de las pensiones pagadas cuando más gente dependa de las ayudas estatales.

Además, muchos Estados miembros no permiten deducciones fiscales por contribuciones pagadas a fondos de pensiones de otros Estados miembros. Esto cierra efectivamente a sus propios mercados nacionales frente a la competencia desde otros Estados miembros, hace difícil la creación de fondos paneuropeos y se convierte en un importante obstáculo para la libre circulación de trabajadores en Europa.

Hay varias complicaciones al elegir entre las diferentes aproximaciones: la teoría de la regulación de la tributación de los rendimientos de capital es territorio inestable; por otra parte, el actual estado de la investigación acerca de la tributación óptima no incluye demasiados análisis sobre la tributación óptima sobre los ahorros para la jubilación referentes a otros rendimientos de capital.⁵

2.2.4 Ajuste de contribuciones y prestaciones en el tiempo

LA NECESIDAD DE AJUSTAR. Los salarios futuros, los tipos de interés futuros, la esperanza de vida futura y el crecimiento futuro de la población activa son todos ellos inciertos. Por tanto, cualquier sistema debe adaptarse a su evolución real. Un sistema de contribución definida puro mantiene el equilibrio financiero ajustando sus prestaciones a los fondos disponibles; también lo hace un sistema de contribución definida notional puro. En contraste, un sistema de prestación definida puro ajusta las contribuciones futuras o inyecta fondos desde fuera del sistema para cumplir con las obligaciones previstas. En la práctica, los sistemas ajustan tanto contribuciones como prestaciones (y, en sistemas públicos, transferencias estatales) para preservar el equilibrio financiero.

⁵ Para una más completa discusión, véase Banks y Diamond (2009).

Así, la relación entre contribuciones y prestaciones necesita tenerse en cuenta no solo en un momento determinado, por ejemplo, para una cohorte de trabajadores o pensionistas dada, sino a lo largo del tiempo, por ejemplo, atendiendo al aumento de la longevidad, caída de la fertilidad o un *baby boom*. Elegir métodos de ajuste plantea una serie de cuestiones:

- ¿Debería incorporarse algún tipo de ajuste automático en la legislación o debería gestionarse completamente a través de cambios periódicos en la legislación?
- ¿Debería realizarse ese ajuste sobre cambios en las contribuciones, cambios en las prestaciones, o como una mezcla de ambos?
- ¿Qué pesos relativos deberían darse a los distintos fines sociales de los sistemas de pensiones y cómo debería ponderarse la consecución de estos fines frente a los costes de lograrlos?

¿QUIÉN ASUME EL RIESGO? Diferentes normas para ajustar los sistemas tienen diferentes implicaciones en el patrón de distribución de riesgos. Cuando un sistema público de contribución definida puro se financia a través de contribuciones, el riesgo de resultados adversos recae sobre los contribuyentes actuales una vez se retiren; si hay un subsidio del contribuyente, el riesgo recae sobre los contribuyentes. Cuando un sistema público de contribución definida puro, capitalizado, está financiado por contribuciones, el riesgo de obtener resultados adversos recae sobre los trabajadores actuales. Si el sistema es de prestación definida puro pero está no totalmente capitalizado se puede distribuir el riesgo entre los trabajadores actuales y los futuros. O sea, en un sistema de prestación definida puro ningún riesgo recae directamente sobre los pensionistas. En la práctica, los gobiernos cambian tanto las prestaciones como las aportaciones cuando los ingresos y los gastos del sistema no cuadran, compartiendo entonces el riesgo con los pensionistas. Estos ajustes pueden ser automáticos (por ejemplo, cuando las presta-

ciones están indexadas a la evolución de los precios) o ser el resultado de cambios específicos en la legislación.

En un sistema de prestación definida puro otorgado por un empleador, el riesgo de variaciones en la tasa de retorno de los activos recae sobre el propio empleador, y por tanto de alguna manera sobre los trabajadores actuales (a través del efecto en sus salarios), sus accionistas y los contribuyentes (a través del efecto sobre las ganancias), sus clientes (a través del efecto sobre los precios), y/o sus trabajadores pasados o futuros, si la compañía utiliza excedentes de algunos periodos para complementar las pensiones en otros periodos o modifica la fórmula que define las prestaciones en relación con las expectativas. En la práctica los sistemas ocupacionales de prestación definida pueden también ajustar sus beneficios presentes o futuros en función de los resultados financieros.⁶ Una clave diferencial entre sistemas de prestación y sistemas de aportación es cómo y en qué medida se comparten los riesgos.

2.3 MARCO ECONÓMICO⁷

2.3.1 Economía elemental

Al pensar en la economía de las pensiones ayuda tener en mente tres cuestiones: su impacto en la producción nacional; la existencia de procesos de toma de decisiones e información imperfectos; y que los sistemas de pensiones afrontan riesgos notables e impredecibles. Un cuarto punto importante es que los compromisos

⁶ Las prestaciones pueden ser el resultado de repetidas negociaciones entre empresa y sindicatos. Mientras las prestaciones actuales suelen estar protegidas de los cambios promovidos por las leyes, esta protección no se extiende por completo a casos de quiebra de la compañía promotora.

⁷ N. del t. Para un resumen breve del núcleo del análisis y las conclusiones para la política, ver Barr y Diamond (2009).

por pensiones tienen costes administrativos que pueden ser significativos.

ASPECTOS DE LA PRODUCCIÓN. Hay dos (y solo dos) formas de buscar protección en la vejez. Una es destinar producción actual para uso futuro. Pero, exceptuando la vivienda, esta aproximación no es adecuada para la mayoría de necesidades de consumo: es cara; no tiene en cuenta la incertidumbre (como por ejemplo, los gustos de las personas, que pueden cambiar); y no puede aplicarse a servicios que derivan del capital humano, en concreto, los servicios médicos.

La vía alternativa es que los individuos intercambien producción actual cuando son jóvenes por derechos sobre producción futura cuando sean mayores. Hay dos formas generales de hacerlo: ahorrando parte de su salario, un trabajador podría acumular activos que podría intercambiar por bienes producidos por gente joven tras su retiro, o podría obtener una promesa —de sus hijos, de su empleador, del estado— de que le darán bienes producidos por los trabajadores jóvenes tras su retiro. Las dos principales vías para organizar las pensiones se basan en estos dos tipos de reclamación de derechos. Los sistemas capitalizados están basados en la acumulación de activos financieros; los sistemas de reparto, en promesas.

El propósito de los sistemas de pensiones es permitir a las personas continuar consumiendo después de que su vida laboral haya finalizado. Los pensionistas no están interesados en el dinero sino en el consumo —comida, ropa, calefacción, servicios médicos—. El consumo deriva de bienes producidos en ese momento, por lo tanto, por trabajadores jóvenes. Para tal fin, la producción futura es capital. Reparto y capitalización son solamente mecanismos financieros para articular la reclamación de derechos sobre la producción futura (también por cómo la producción actual se reparte). En términos macroeconómicos, si bien hay diferencias entre ambas aproximaciones, estas diferencias no serían exageradas.

La centralidad de la producción sigue siendo cierta en una economía abierta. Esta apertura supone que el consumo puede incluir

bienes producidos en el exterior, que la acumulación para pensiones puede incluir inversiones en el exterior, y que la producción doméstica puede utilizar capital extranjero.⁸ Las crecientes oportunidades que ofrece la apertura intensifican el potencial para las pensiones pero no alteran su lógica fundamental. Esta apertura puede también modificar salarios y tasas de rentabilidad en un país, que variarían los resultados reales del sistema de pensiones. Considerando el envejecimiento y el futuro de las pensiones es preciso resaltar que el envejecimiento no se limita solo a unos cuantos países. Los países con poblaciones envejecidas incluyen a todos los de la OCDE y muchos otros, de los cuales China es un notable ejemplo.

LA INFORMACIÓN DEL CONSUMIDOR Y EL PROCESO DE DECISIÓN IMPERFECTOS SON GENERALIZADOS. La teoría simple de la elección de los consumidores se basa en consumidores racionales, bien informados, que ahorran y prestan de forma óptima a lo largo de su vida, en un contexto de mercado laboral, instituciones de ahorro y mercado de seguros que también operan óptimamente. Aunque aplicable en general a muchas áreas —de modo que la soberanía del consumidor es muy útil— estas hipótesis están fuera de lugar para productos complejos como son las pensiones. Hay dos tipos de problemas clave:

- desviaciones de los mercados óptimos, resumidos en el cuadro 2.1, sobre todo, información imperfecta, falta de mercados, varias dimensiones del riesgo y de la incertidumbre, y distorsiones, como la tributación progresiva; y
- proceso de toma de decisiones imperfecto, discutido en el cuadro 2.2: hay serias preocupaciones sobre la capacidad de los individuos para elegir la mejor de las oportunidades de mercado que tienen disponibles.

⁸ La apertura también implica migraciones hacia y desde los distintos países.

Cuadro 2.1 Desviación del óptimo

En la teoría simple del ahorro, en un mundo óptimo con buen funcionamiento del mercado de ahorros, el individuo elige entre ahorrar y pedir prestado para maximizar su utilidad a lo largo de la vida. La lógica subyacente continúa aplicándose en un entorno económico de mayor complejidad (con rendimientos variables e inciertos sobre el ahorro), en la configuración de un modelo donde los mercados necesarios para el ahorro para la jubilación existen y funcionan bien. En estas circunstancias, la elección del consumidor y los mercados competitivos maximizan el bienestar. Las pensiones, sin embargo, hacen frente a una serie de desviaciones de este mundo teórico.

Información imperfecta: Aunque los mercados completos pueden ayudar a la gente a adaptarse a la incertidumbre acerca del futuro, requieren que la gente entienda la incertidumbre que deben afrontar y las opciones que los mercados ofrecen de cara a hacer un buen uso de esas opciones. De hecho, los individuos están informados de forma imperfecta debido a varias circunstancias:

- Algunos individuos tienen una escasa percepción de los riesgos y las incertidumbres que deben afrontar, por ejemplo, acerca de su longevidad.
- Es improbable que los individuos estén bien informados acerca de productos complejos, tales como pensiones de contribución definida, que están basadas en una serie de instituciones y de instrumentos financieros. Mucha gente no entiende conceptos básicos de finanzas: Orszag y Stiglitz (2001: 37) citan al presidente de la Comisión de Valores de Estados Unidos afirmando que más del 50% de los estadounidenses no conoce la diferencia entre una acción y un bono. (Ver Glosario.)

El problema no es solo de eficiencia, sino que también tiene implicaciones en la distribución, porque la gente peor informada se halla, en una enorme proporción, entre la gente menos pudiente; esto es, pobreza en la información y pobreza financiera están estrechamente relacionadas.

- Los planes de prestación definida son complejos, y los afiliados pueden entenderlos solo de forma incompleta. La complejidad es un problema especial en los planes corporativos, en los que la movilidad laboral y cualquier problema financiero que la compañía afronte tiene implicaciones para las pensiones que pueden llegar a ser muy duras. La complejidad pueden ser un problema menor en un sistema público, aunque los planes en algunos países (Reino Unido es un ejemplo) son lo suficientemente complejos como para ser muy complicados de entender. Y probablemente los sistemas públicos tienen la necesidad de ajustarse a los cambios demográficos y a las condiciones económicas así como a las circunstancias políticas, lo que aumenta su complejidad.

- Para algunos propósitos es útil reconocer que el problema puede no ser la falta de información sino el procesamiento de esa información. Un problema de información en un mercado determinado (digamos, el mercado de automóviles) puede resolverse proporcionando la necesaria información, en este caso, las características de diferentes modelos de automóviles. Una vez informado, el individuo puede tomar su propia decisión. Con un problema de procesamiento de la información, en contraste, el problema a la hora de hacer elecciones racionales es demasiado complejo para muchos agentes incluso si tienen la información necesaria. Tales problemas son probablemente mayores cuando el horizonte temporal es largo, cuando el bien o servicio implica probabilidades complejas, o cuando la información acerca de las características del producto es inherentemente compleja. Todas estas condiciones son características de muchos productos de pensiones.

Por estas y otras razones, la gente puede carecer de visión a largo plazo, lo que ofrece una justificación para establecer la obligación. El problema no es trivial e implica que algo tan simple como la asunción de la maximización de la utilidad racional puede no darse en el mercado de pensiones.

Mercados incompletos. Incluso para un consumidor bien informado y con un buen procesamiento de la información, los mercados reales pueden tener limitada su capacidad para proveer productos hechos a medida de las necesidades o deseos de la persona. En el caso de las pensiones, el mercado de contratos indexados, por ejemplo, está muy restringido. La información asimétrica en el mercado de seguros hace imposible un aseguramiento perfecto. Cuando el aseguramiento está vinculado al empleo, las decisiones sobre el mercado laboral pueden verse distorsionadas si los trabajadores van a tener seguros (otra manifestación de un mercado incompleto). De hecho, un teorema sostiene que si hay información asimétrica, la *ausencia* de distorsiones en el mercado laboral es una señal de que estamos ante una provisión no óptima de seguros. Esto puede dificultar el juicio acerca de si el diseño de un producto de seguro es óptimo para un trabajador determinado. Las compañías de seguros, mientras tanto, deben enfrentarse con consumidores potenciales con riesgos diferentes y, por tanto, con diferentes costes para proveerles de cobertura. Este problema de selección adversa puede simplificarse haciendo el seguro obligatorio. Por lo general el marketing de los productos de seguros es muy costoso, con lo que el gobierno tendería la posibilidad de proporcionar un producto uniforme a un coste mucho menor.

Fiscalidad progresiva. Es una desviación del óptimo. Comparando planes de prestación definida y de contribución definida, no es posible decir que uno de ellos domine al otro si hay distorsiones en el mercado laboral:

Con un impuesto sobre la renta progresivo y con perfiles de ingresos por edad que son generalmente crecientes en términos

reales, la tasa marginal de impuestos sobre la renta es creciente con la edad, de media. Así, un sistema de prestación definida bien diseñado puede dar mejor resultado en el mercado de trabajo ya que la carga impositiva global (impuesto sobre la renta más impuesto neto sobre la seguridad social) puede variar menos a lo largo del ciclo de vida. Esto es, los impuestos sobre la renta son menores para los jóvenes, pero las contribuciones netas a la seguridad social son mayores. De esta forma, sin un cálculo detallado, no se puede alcanzar una conclusión eficiente. En cualquier caso, la diferencia es probablemente mucho más pequeña que la diferencia entre sistemas de prestación definida con periodos medios largos y cortos (Diamond, 2002: 57).

Todas estas desviaciones del óptimo ponen en duda el modelo simple de elección y competencia de mercado. Los problemas derivados del ejercicio de la elección de un consumidor se plantean en el cuadro 2.2.

Cuadro 2.2 ¿Eligen bien los consumidores? Lecciones de la economía conductual

Dos corrientes de análisis ayudan a explicar por qué la elección acerca de los ahorros y la provisión de pensiones personales puede ser subóptima: una trata sobre la economía de la información, analizada en el cuadro 2.1, y otra, la reciente y creciente literatura sobre economía conductual. (Véase U.K. Pension Commission, 2004a: 207-210, Tapia y Yermo, 2007, y Thaler y Sunstein, 2008):

Mucha gente no ahorra de forma voluntaria lo suficiente como para maximizar su utilidad a lo largo de la vida, y se compran pocas rentas vitalicias de forma voluntaria a pesar de su considerable valor. En lugar de ello, se observan amplias manifestaciones de comportamiento subóptimo.

Fracaso en la elección o retraso en tomarla:

- **Procrastinación:** La gente retrasa el ahorro, no ahorra o no ahorra lo suficiente. Hay considerable evidencia (Choi et al., 2001) de que, con el ahorro para la jubilación como para cualquier otra cosa, la gente está de acuerdo en que debería hacer más, pero pospone la acción.
- **Evitar una elección explícita:** En teoría no debería haber diferencia si los individuos se enfrentan a optar por hacer algo u optar por no hacerlo. En la práctica, la afiliación automática conduce a mucha mayor participación. Las tasas de participación en los planes de empleo 401(k) en Estados Unidos difiere de forma brusca dependiendo de si la afiliación fue automática con la posibilidad de salirse (Madrian y Shea, 2001).
- **Inmovilización:** La complejidad y la información conflictiva pueden llevar a un comportamiento pasivo. Se ha comprobado que, a aquellos a los que se les presentaron una amplia gama de opciones en los 401(k) apenas tomaron parte. Una amplia proporción de los nuevos trabajadores en Suecia no ha hecho ningún tipo de elección.

Elección fallida: Adicionalmente, cuando la gente debe elegir, sus lecciones pueden ser poco razonables

- **Gratificaciones a corto plazo:** Mucha gente se retira a la primera edad permitida, lo que puede ser demasiado pronto para su propio bien o el de sus cónyuges. En Estados Unidos hay una gran punta en el número de jubilaciones a los 62 años, aunque las pensiones aumentan para la jubilación

retrasada en una razón actuarial equilibrada para el trabajador medio.

- **Encuadramiento:** Las elecciones se ven influidas por cómo se presentan, incluso al nivel más simple. Como Loewenstein y Ubell (2008: 1806) ponen de manifiesto: «La gente que aprende los riesgos de un tratamiento antes que sus beneficios realiza elecciones diferentes a la gente que primero aprende sobre los beneficios y luego sobre los riesgos. Aquellos que pueden ayudar a tomar la decisión no tienen más remedio que presentar la información en un orden u otro, pero desafortunadamente el orden que elijan afectará casi de forma inevitable a la decisión de las personas».
 - **Familiaridad:** Otra elección pobre pero común es invertir principalmente en los valores de la propia compañía; si la firma quiebra, los empleados que invirtieron en la firma pierden tanto su salario como buena parte de su capital acumulado, como sucedió con muchos empleados de Enron. Este comportamiento muestra un error en la comprensión de los beneficios de la diversificación de riesgos.
 - **Instinto de manada:** La gente sigue la moda, como por ejemplo, el *boom* de las acciones tecnológicas a finales de los noventa. Un fenómeno relacionado es la participación en Bolsa: parece que mucha gente juega demasiado, empeorando en promedio su posición en la frontera de rentabilidad/riesgo, a la vez que incurren en costes de transacción. Otra cuestión es tratar de elegir el momento del mercado, moviéndose entre clases de activos de forma que se incrementa el riesgo relativo a la rentabilidad esperada, y bajando también en promedio la rentabilidad esperada.
 - **Escaso uso de las rentas vitalicias:** Las decisiones sobre rentas vitalicias suelen ser erróneas, sobre todo porque mucha gente no entiende la idea subyacente del seguro.
- La evidencia experimental más reciente confirma que, en ciertas circunstancias, la gente otorga una tasa de descuento

elevada en el corto plazo (esto es, una tendencia hacia una gratificación instantánea) y una tasa menor en el medio plazo. El problema es que cuando el futuro llega se convierte en el presente; entonces la gratificación a corto plazo continúa, dando como resultado una inconsistencia temporal.

Implicaciones para el diseño de las pensiones: Estos hechos sugieren una serie de implicaciones para el diseño de la política tanto en planes públicos como en planes de empresa:

- Mantener elecciones simples para evitar la inmovilización, por ejemplo, ofreciendo solo un pequeño número de fondos claramente diferenciados.
- Utilizar la afiliación automática convirtiendo así la inercia de los individuos en una ventaja: una vez afiliados automáticamente, mucha gente permanecerá en el plan.
- Diseño de una buena opción por defecto: un plan basado en la afiliación automática sumada a la elección del plan por el trabajador requiere una opción por defecto para los trabajadores que no hagan ninguna elección. La existencia y el diseño de una opción por defecto es importante (véase Beshears et al., 2008 para una discusión más completa).
- En los planes de empleo, otra opción es diseñar la política para que la gente se comprometa ahora y actúe en el futuro, haciendo uso así de la procrastinación. La gente es feliz al prometer ahorrar más en el futuro, como en los planes «Ahorre más mañana» de Thaler y Benartzi (2004). La esencia de tal compromiso es que la gente se obliga a ahorrar una proporción dada de su salario, pero no antes de su próximo incremento salarial; la proporción es inicialmente pequeña, pero a menos que el individuo tome una acción explícita para terminar el plan, la aportación crecerá con los sucesivos incrementos salariales.

Cierta ignorancia —problemas de información— puede reducirse con educación pública. Sin embargo otra parte no puede resolverse rápidamente de esta manera. Incluso financieros sofisticados pueden no ser necesariamente consumidores bien informados, y en los casos en que así se les contempla, sin embargo, se enfrentan a muchos de los problemas que se discuten en el cuadro 2.2. Dado el alto coste potencial de una elección errónea, la información imperfecta y las elecciones subóptimas crean una justificación eficiente para una rigurosa regulación que proteja a los consumidores en un área en la que no están lo suficientemente bien informados como para defenderse por sí mismos. La evidencia sugiere que es difícil y caro proveer la información que consiga cambiar comportamientos.

Además de que la imperfección en el proceso de adquisición y tratamiento de la información son cuestiones de calidad del proceso de toma de decisiones, afectan tanto a los trabajadores como a sus familias. Si las decisiones de los trabajadores acerca de sus ahorros o su conversión en rentas vitalicias no prestan suficiente atención a sus necesidades futuras o a las de otros miembros de su familia, hay bases para la intervención estatal, bases que se han reconocido durante siglos, por ejemplo, a través de restricciones sobre las propiedades para proteger a las viudas.

LOS SISTEMAS DE PENSIONES AFRONTAN GRANDES RIESGOS DIFÍCILMENTE PREDECIBLES

- *Riesgo económica:* Sucesos económicos no previstos (tanto positivos como negativos) pueden afectar a la producción, a los precios o a ambos. Tanto los sistemas de capitalización como los de reparto son solamente vías diferentes para organizar los derechos sobre la producción futura, por tanto no debería sorprender que los shocks en la producción probablemente afecten a cualquier compromiso por pensiones.

- Riesgo demográfico: Los cambios en fertilidad, mortalidad u otras variables demográficas también afectan a los compromisos de pensiones (ver sección 4.3.3), directamente debido a las normas del propio sistema de pensiones e indirectamente porque afectan a los precios y cifras de mercado y, por tanto, a los ingresos por pensiones y derechos.

- Riesgo político: La incertidumbre política afecta a todos los compromisos de pensiones porque todos dependen de forma crítica —aunque de diferente manera— de un gobierno estable y efectivo.

Junto a estos riesgos comunes, la existencia de fondos que deben ser gestionados y organizados supone una serie de riesgos adicionales:

- Riesgo de gestión: Puede aparecer por incompetencia o fraude de que los consumidores deficientemente informados generalmente no pueden supervisar de forma efectiva.
- Riesgo de inversión: Los capitales acumulados para pensiones mantenidos en mercados de valores hasta la jubilación son vulnerables a las fluctuaciones del mercado. Los que están en bonos nominales son vulnerables, además, a la inflación no anticipada.
- Riesgo de longevidad: Las tenencias de activos que no son en forma de renta vitalicia obligan al individuo a enfrentarse al riesgo de sobrevivir a sus activos.
- Riesgo del mercado de rentas: Para un capital acumulado determinado, el valor de una renta vitalicia depende de la esperanza de vida restante de la persona y de la tasa de rentabilidad que la compañía aseguradora pueda esperar a lo largo de esos años, lo que implica tanto riesgo de inversión como riesgo de longevidad.

Los mercados de seguros privados pueden ayudar a los individuos a afrontar algunos de los riesgos inherentes a su preparación para la jubilación. Pero hay límites al seguro privado, desde la selección adversa, los costes comerciales, la capacidad limitada de los consumidores para tomar decisiones correctas, hasta que los mercados son incompletos a la hora de compartir riesgos, especialmente entre cohortes generacionales. Con los seguros sociales se pretende que el riesgo se comparta más ampliamente. Los costes de resultados adversos pueden ser asumidos por el pensionista a través de menores pensiones, por los trabajadores a través de mayores contribuciones, por los contribuyentes a través de subsidios financiados con impuestos, y/o por contribuyentes futuros y beneficiarios si los subsidios se financian mediante endeudamiento público. Para hacer frente a los riesgos, los planes de seguros sociales tienen una complejidad limitada y por tanto no coinciden exactamente con el comportamiento de mercados idealizados.

COSTES ADMINISTRATIVOS. Los argumentos previos son todos aplicables incluso en un mundo sin fricciones. Pero el análisis debe contemplar el hecho de que cualquier método para comprender consumo futuro tiene costes administrativos. Incluye costes de mantenimiento de registros y de transacciones en la medida en que hay acumulación de activos o adquisición de prestaciones. Distintos sistemas de organizar el consumo futuro tienen costes muy distintos y por tanto proporcionan muy diferentes niveles de consumo futuro. Por ejemplo, el mercado de fondos de inversión individual es de largo más caro que el mercado de fondos de inversión institucional.

2.3.2 Pero no tan elemental

Los capítulos siguientes presentan análisis y conclusiones relativas a cinco tipos de cuestiones.

PENSIONES Y MERCADO DE TRABAJO. No es posible tener una economía moderna sin distorsionar el mercado laboral. El análisis de los sistemas de pensiones tiene que reconocer el intercambio entre una eficiencia limitada en los mercados de trabajo, por una parte, y la contribución a los objetivos de distribución del consumo, aseguramiento, distribución y alivio de la pobreza, por otra. Por tanto, el verdadero problema es equilibrar el objetivo de la escasa eficiencia con otros objetivos, no tratar de que haya un camino para cumplir objetivos múltiples sin distorsiones. Lo que se necesita, entonces, es un análisis subóptimo, que considere el pacto de todo el programa de ingresos para la jubilación. Puede llevar a errores considerar una parte aislada. Estos asuntos se tratan en el capítulo 3.

PENSIONES Y AHORRO NACIONAL. Un sistema obligatorio de ingresos para la jubilación afecta al ahorro nacional. Una cuestión importante, entonces, es el grado en el que un sistema está capitalizado, de forma que aumente el ahorro nacional y por tanto incrementa la producción futura. El capítulo 4 presenta un marco para reflexionar sobre el grado de capitalización, reconociendo que, dependiendo del ahorro necesario, un buen sistema puede tener cualquier grado de capitalización, desde ninguno hasta total.

REDISTRIBUCIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE RIESGOS. Estos elementos se discuten en el capítulo 5. Aunque los mercados de seguros privados, junto con los mercados de capitales, son instrumentos para distribuir riesgos, un sistema público de pensiones puede mejorar la distribución de los riesgos de forma no accesible a

⁹ Si bien la terminología de intercambio entre eficiencia en el mercado de trabajo y otros objetivos es de utilidad, vale la pena recordar que con mercados incompletos y procesos de toma de decisión imperfectos hay intervenciones que pueden mejorar la eficiencia del mercado laboral (adecuadamente definidas) mientras que también se avanza en los otros objetivos.

los mercados. Además, los mercados de seguros privados están sometidos a algunas limitaciones significativas que los sistemas públicos pueden soslayar. El capítulo 5 también debate sobre cómo el diseño de un sistema de pensiones afecta a la distribución del ingreso durante la vida.

GÉNERO Y FAMILIA. Estas cuestiones se analizan en el capítulo 6. Muchos sistemas tienen diferentes normas para hombres y mujeres. Incluso los sistemas que tienen normas neutrales frente al género, impactan sin embargo en los hombres y mujeres de forma diferente porque son diferentes sus circunstancias económicas y demográficas. También reconocer la existencia de familia es importante para el diseño de los sistemas de pensiones, especialmente en lo referente a pensiones para supervivientes.

IMPLEMENTACIÓN Y COSTES DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES. Estos importantes aspectos se presentan en el capítulo 7.

Estos elementos nos llevan a la conclusión crucial de que no hay ningún sistema de pensiones único mejor que otros. Los argumentos para defender este punto de vista se sintetizan en el cuadro 2.3.

A medida que surgen, se van analizando algunos errores analíticos muy comunes:

- estrechez de miras, esto es, considerar solo un objetivo aisladamente;
- uso inadecuado de la situación óptima, ignorando los problemas acerca de la información y el proceso de toma de decisiones discutido en los cuadros 2.1 y 2.2;
- uso inadecuado de un análisis de estado estacionario, o sea, enfocado hacia un sistema de pensiones en estado estacionario sin tener en cuenta o infravalorando los pasos necesarios para su transición desde una situación de equilibrio a otra;

- análisis incompleto de la deuda implícita debida a las pensiones, por ejemplo, considerando solo el coste de las pensiones futuras sin tener en cuenta sus prestaciones;
- análisis incompleto de los efectos de la capitalización, por ejemplo, poniendo un foco excesivo en los flujos financieros sin tener en cuenta los verdaderos efectos de los recursos;
- ignorar los efectos distributivos que son una consecuencia inevitable de cualquier decisión sobre compromisos materializados mediante reparto o capitalización.

Estos errores analíticos se discuten en profundidad en el cuadro 11.1.

Cuadro 2.3 No hay un único sistema de pensiones que sea mejor

Las pensiones tienen múltiples objetivos, especialmente, la distribución del consumo, el aseguramiento, la mitigación de la pobreza y la redistribución.

La persecución de estos objetivos se enfrenta a una serie de limitaciones:

- Capacidad fiscal: Manteniendo otras cosas constantes, una mayor base impositiva puede financiar una pensión determinada con una menor tasa de cotización, lo que genera menores distorsiones potenciales.
- Capacidad institucional: Una mayor capacidad institucional amplía la base impositiva formal y hace posible que se amplíe

la gama de opciones para el diseño de pensiones. La capacidad fiscal e institucional se analizan de forma particular en el capítulo 7.

- El valor empírico de los parámetros del comportamiento, tales como la sensibilidad de la oferta de trabajo al diseño de los sistemas de pensiones, y el efecto de las pensiones sobre el ahorro privado.
- La forma de la distribución de la renta previa a las transferencias: si la cola inferior de la distribución de la renta es más pesada, se incrementa la necesidad de mitigar la pobreza.

No hay un único sistema que sea mejor por diferentes razones:

- Los políticos, en diferentes países y en diferentes épocas, pueden otorgar diferentes pesos relativos a los objetivos, incluyendo diferentes puntos de vista sobre la importancia de la mitigación de la pobreza y sobre cómo los riesgos deberían ser compartidos en y entre de las generaciones.
- El patrón de las restricciones, incluyendo el valor de los parámetros clave, puede ser distinto a lo largo del tiempo y entre los países.
- Los procesos políticos, que pueden variar entre los países, afectando a lo que es políticamente factible, dada la gama de alternativas que son económica y administrativamente posibles.

En suma:

- Países diferentes tienen diferentes estructuras para afrontar los múltiples objetivos, tal y como se ilustra en el Capítulo 9.
- A pesar de que ningún sistema de ningún país es perfecto, podemos encontrar una serie de estructuras diferentes que funcionan lo suficientemente bien.

Capítulo 4

Financiación y capitalización

Financiación y capitalización¹ son áreas de amplia e intensa controversia. Tras repasar brevemente algunos antecedentes en la sección 4.1, este capítulo se concentra en tres áreas: deuda implícita y explícita (sección 4.2); relación entre capitalización, ahorro y crecimiento (sección 4.3) y la forma adecuada de comparar la rentabilidad de un sistema de reparto con la rentabilidad de un sistema capitalizado (sección 4.4).

4.1 ANTECEDENTES

Algunos países financian completamente los sistemas obligatorios de pensiones con ingresos específicos (por ejemplo, Suecia y Estados Unidos, que utilizan los impuestos sobre la nómina y

¹ Usamos el término «financiación» para referirnos al flujo de caja usado cada año para pagar prestaciones y el término «capitalización» para definir los activos financieros que tienen los sistemas de pensiones.

N. del t. La expresión *funding*, en general, se utiliza para referirse al uso de fondos, llamado en España también capitalización, expresión que utilizaremos a menudo, y que en gran parte de Latinoamérica es conocida como «fondeo».

asignaciones presupuestarias derivadas de los impuestos generales), otros con cargo exclusivo a la fiscalidad general (Australia y Nueva Zelanda) y otros con una combinación (Chile, que tiene un sistema de contribución definida financiado con impuestos sobre la renta y un sistema básico de prestación definida financiado por los ingresos fiscales, e Italia, que cubre de forma habitual los déficits de pensiones con los ingresos fiscales). La fuente más común de ingresos específicos (llamada comúnmente ingresos asignados) son los impuestos sobre la renta, cuya recaudación se utiliza para pagar pensiones corrientes, para comprar activos para un fondo fiduciario, o para comprar activos para mantener en cuentas individuales. Pero hay variaciones. Por ejemplo, en los Países Bajos hay un impuesto específico que se suma al impuesto sobre la renta pagado por las personas menores de 65 años, para una pensión basada en el tiempo de residencia, no en el historial de contribuciones. En Estados Unidos, algunos de los ingresos específicos para el sistema de Seguridad Social provienen de impuestos sobre las propias pensiones que paga la Seguridad Social. Los argumentos a favor de que al menos una parte de los ingresos sean específicos incluyen la separación del ciclo presupuestario anual, una mayor seguridad para el trabajador, un horizonte de planificación a más largo plazo y, posiblemente, mayor sostenibilidad política.

Hay también argumentos para favorecer al menos cierta dependencia de los impuestos generales para apoyar a los mayores, tanto si están dentro como fuera del sistema de pensiones. Un sistema de contribución definida puro proporcionará pensiones inadecuadas para muchos trabajadores, incluyendo a todos aquellos con carreras fragmentadas, carreras divididas entre trabajo con derecho a cobertura o sin derecho a cobertura o con ingresos bajos a lo largo de su vida. Lo mismo ocurre con la estricta proporcionalidad de los sistemas de prestación definida si no hay una redistribución explícita. Si un sistema de pensiones debe proporcionar alivio de la pobreza, es preciso modificar estos casos puros.

La adecuación de las prestaciones para los trabajadores con un historial de contribuciones limitado puede mejorarse tanto en el sistema de pensiones obligatorio (por ejemplo a través de la pensión mínima o de una fórmula de prestación progresiva) o fuera de él (por ejemplo, a través de la asistencia social). Si es dentro del sistema, las mayores prestaciones pueden financiarse también desde dentro de él (utilizando parte de los ingresos específicos) o desde fuera del sistema (a través de los ingresos fiscales). Cada país ha elegido entre alguna de estas opciones. El método de financiación tiene importantes efectos distributivos en y entre las generaciones, tal como se verá en el capítulo 5. La elección de la fuente de financiación es parte del proceso político y tiene diferentes implicaciones en cada ambiente político.

El principal argumento para financiar parte de las pensiones mediante los ingresos fiscales es que de esta manera se puede reforzar la adecuación de las prestaciones. El principal argumento en contra es que puede hacer que las prestaciones sean más vulnerables a las exigencias presupuestarias de corto plazo. Otro posible argumento en contra depende de la cobertura del sistema: utilizar la financiación a través de los impuestos puede ser regresivo si los impuestos se aplican a toda la población pero las prestaciones se limitan principalmente a la población urbana, a trabajadores de la clase media en el sector formal. Los principales argumentos a favor de utilizar ingresos específicos son su potencial para separarlos de las tendencias fiscales a corto plazo, lo que mejora la seguridad de los trabajadores cubiertos y una mayor robustez potencial de los acuerdos políticos. De esta forma, una combinación de ingresos generales y específicos utilizados para diferentes partes explícitas del sistema, puede suponer un buen diseño.

Coexistiendo con los compromisos para mejorar la adecuación del sistema de pensiones hay también programas contra la pobreza de la población general o de los mayores. Habitualmente están financiados por los ingresos fiscales, a menudo incluyen un test de ingresos (ver Glosario), y también pueden incluir un test

de activos. Ya que el ingreso de las pensiones es parte del test de ingresos, se produce una interacción entre ambos programas.

4.2 DEUDA IMPLÍCITA Y EXPLÍCITA

La «deuda implícita de pensiones» ha llegado a ser parte de la terminología internacional sobre pensiones (desafortunadamente, sin una definición estándar, se ha convertido en una fuente de confusión). El argumento central, correcto, es que las promesas de pensiones del gobierno tienen un coste futuro. No obstante, hay múltiples medidas que reflejan la situación financiera a largo plazo de un sistema de pensiones.

MEDICIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE UN SISTEMA DE PENSIONES. Desde la perspectiva de financiación del sistema, se usa el valor actual (VA) de los gastos menos los ingresos como una medida de la sostenibilidad de la ley actual a lo largo de un periodo razonable de tiempo. Un aspecto fundamental es la elección del horizonte temporal apropiado. Tradicionalmente, Estados Unidos han usado un horizonte temporal de 75 años, lo suficientemente largo como para permitir hacer ajustes si se estima que la financiación está en desequilibrio. Recientemente se ha impulsado el empleo de un horizonte infinito. Uno de los argumentos para hacerlo es que con un periodo de 75 años los desequilibrios en flujos anuales más allá del final del horizonte suponen que los últimos cálculos —usando un horizonte de 75 años que luego se extiende hacia el futuro— encontrarán desequilibrios incluso aunque la imagen actual sea de equilibrio. Por otra parte, proyectar más allá de 75 años implica tal incertidumbre que la pertinencia del enfoque en la fijación política actuales no está clara. Un compromiso útil y ampliamente utilizado es preservar el horizonte de 75 años, pero añadiendo la condición, llamada solvencia sostenible, de que las proyecciones financieras no se deteriorarán al final del horizonte.

Desde la perspectiva del tratamiento de las generaciones futuras, el uso de un cálculo anual puede ser complementado mediante un cálculo cohorte por cohorte para todas aquellas que ya forman parte del sistema. Lo anterior se refiere a mediciones para un grupo abierto; lo último, a mediciones para un grupo cerrado. Este cálculo es esclarecedor sobre la distribución, aunque la evaluación de los resultados particulares requeriría considerar la diferente situación de distintas cohortes en términos de niveles de ingresos y de esperanza de vida.

Una tercera perspectiva es el coste de los sistemas en relación con la economía en general. Esto es, aunque la financiación de un sistema con ingresos específicos sea sostenible, se podría pensar que el sistema es demasiado grande o demasiado pequeño. Analizar su tamaño implica reflexionar sobre las necesidades de los jubilados relativas tanto a sus salarios previos como a la situación de sus cohortes contemporáneas más jóvenes y los usos alternativos de los recursos que se plantean para financiar las pensiones. Sea cual sea el marco utilizado, hay tres medidas naturales del gasto en pensiones: moneda, porcentaje del salario (o base de cotización) y PIB. La medida directa en moneda no es un buen sistema para presentar la situación de un sistema —no resulta fácil distinguir entre diferentes cifras muy altas—. Las otras dos medidas son apropiadas para los diferentes marcos de financiación del sistema y su papel dentro de la economía.

Ya que los sistemas de pensiones van a depender de los trabajadores, los cambios legislativos deberían ser pocos y realizarse con tiempo. De ahí la importancia de las proyecciones y medidas que sensibilizan a la opinión pública acerca de la necesidad de realizar algún tipo de cambio, incluso aunque los flujos de caja sean positivos a corto plazo. Los cálculos sobre desequilibrios financieros son importantes.

ERRORES ANALÍTICOS. Decidir cuándo la deuda implícita es una forma útil de explicar la situación financiera de un sistema de

pensiones es otra cuestión. El término *deuda implícita* es útil por que recuerda a la gente que la deuda explícita no es el único derecho de las generaciones futuras. Sin embargo, esto ha llevado a algunos analistas a tratar la deuda implícita como completamente (o casi por completo) equivalente a la deuda explícita. En concreto, algunos analistas que están a favor de las cuentas individuales afirman que el gobierno debería emitir deuda nueva por importe igual al de la deuda implícita para colocar activos en las cuentas individuales, visto como un paso en la creación de cuentas sin coste. Este argumento es problemático. Es importante darse cuenta de que acciones como esta tienen efectos económicos. El gobierno puede disminuir la deuda implícita como parte de un proceso de reforma de las pensiones reduciendo las prestaciones; muchos gobiernos lo han hecho. En contraste; una vez la deuda explícita ha sido emitida en lugar de deuda implícita, colocada en cuentas individuales y considerada igual que otra deuda, el valor de esta deuda solo puede reducirse mediante acciones tales como la cancelación o el aumento de la inflación, que afectan a algo más que a los propietarios iniciales de la deuda.² Además, salvo que se emitan «consols»,³ sobre los que el mercado es indefinido, la deuda explícita necesita ser refinanciada repetidamente, generando vulnerabilidad en las condiciones de los mercados de bonos. Con auténticas diferencias en las opciones del gobierno, no resulta sorprendente que los mercados perciban la deuda explícita como diferente a la deuda implícita, y respondan con cierta

² La fiscalidad sobre prestaciones financiadas por esta deuda puede incrementarse disminuyendo el coste neto de la deuda, pero las políticas para hacerlo son diferentes de las políticas para restaurar la sostenibilidad del sistema de pensiones. Incrementar las contribuciones en un sistema de prestación definida reduce la deuda implícita. En un sistema de cuentas capitalizadas, sin embargo, el incremento de las contribuciones está destinado a las cuentas individuales y no a disminuir el coste de la deuda.

³ Esto es, bonos del gobierno de duración infinita.

N. del t. Los «consols» son un tipo de bonos perpetuos emitidos por el gobierno británico.

reticencia a un aumento grande y rápido en la oferta de bonos, incrementando las tasas de interés que paga el gobierno. La incertidumbre sobre las condiciones futuras del mercado de bonos es más relevante cuando hay mucha deuda en circulación, como sucedería si se transformase la deuda implícita en explícita. En resumen, la deuda implícita y la explícita no son equivalentes.

Para valorar la deuda implícita, un elemento fundamental es que nunca se requiere la capitalización completa de la deuda implícita por pensiones, de la misma forma que un país nunca necesita pagar por completo su deuda nacional explícita. Con la deuda explícita, es fundamental que la ratio de deuda sobre el PIB no crezca hasta el punto de provocar grandes incrementos en las tasas de interés, que la haría insostenible. De hecho, la confianza en la capacidad futura de controlar la deuda es fundamental para la tasa de interés y depende de las proyecciones. De forma similar, es crítico para la deuda implícita que la tasa de contribución necesaria en un futuro no crezca tanto que el sistema llegue a ser económica o políticamente insostenible. Puede ser razonable aportar activos a un fondo fiduciario de Seguridad Social con el fin de reducir la deuda implícita, pero no es necesario, en términos de buena práctica política, aportar tantos activos como para reducir a cero la deuda implícita; de nuevo, la política (en este caso con respecto a la deuda implícita) debería optimizarse, no minimizarse.

RESUMEN. El coste de las pensiones es considerablemente importante. Un gasto excesivo en pensiones puede reducir la inversión y provocar grandes distorsiones que interfieran con el crecimiento económico. Así, es importante proyectar los costes futuros de las pensiones, pero estas proyecciones deben interpretarse correctamente. La deuda implícita es un concepto útil pero al que no debería dársele excesiva relevancia.

4.3 CAPITALIZACIÓN, AHORROS Y CRECIMIENTO

Frecuentemente, se utilizan dos tipos de argumentos estratégicos en la capitalización de las pensiones: que la capitalización incrementa el crecimiento (un argumento macroeconómico) y que la gente cree que sus derechos de propiedad están más seguros si están reflejados en activos financieros de los que son titulares (un argumento de política económica).

En principio, la capitalización incrementa el crecimiento si incrementa el ahorro nacional (sección 4.3.1) y/o mejora la eficiencia de los mercados de capitales (sección 4.3.2). Un argumento diferente, que también se analiza más adelante, es que la capitalización favorece el ajuste de los cambios demográficos (sección 4.3.3). Capitalización y derechos de propiedad se plantean en la sección 4.3.4.

4.3.1 Capitalización y ahorro nacional

LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN. La relación entre capitalización y ahorro nacional no es simplemente una cuestión de tener un fondo sino que, además, depende altamente de la fuente de financiación (ver el cuadro 4.1). La compra de activos para un fondo fiduciario o para cuentas individuales puede financiarse incrementando las contribuciones, reduciendo prestaciones o emitiendo más deuda pública, quizá junto a un cambio de los flujos actuales de contribuciones. Si el gobierno utiliza las contribuciones de los trabajadores para pagar prestaciones pero a la vez invierte en las cuentas de los trabajadores un valor equivalente de nuevas emisiones de deuda pública, el efecto sobre el ahorro nacional es similar al de haber continuado con un sistema de reparto. Es importante distinguir entre capitalizar desde la perspectiva de incrementar el ahorro (a veces llamado también capitalización amplia) o capitalizar con nuevas emisiones de bonos (llamado capitalización estrecha), que no incrementa el ahorro.

Cuadro 4.1
Bonos gubernamentales y
ahorro nacional

Consideremos la siguiente cita:

Observemos que los bonos domésticos del gobierno no proporcionan una reserva demográfica ya que son derechos sobre los futuros contribuyentes, de la misma forma que los derechos de pensión en un sistema de reparto son derechos sobre los futuros contribuyentes al sistema. De hecho, financiar un sistema de pensiones a través de deuda pública doméstica es macroeconómicamente equivalente a un sistema de reparto (Diamond, 1965; Pestieau y Possen, 2000). Usar deuda pública extranjera efectivamente internacionaliza el sistema de reparto a través de la titulación de los derechos sobre los impuestos pagados por futuras generaciones de ciudadanos extranjeros. (Börsch-Supan, 2005: 30, escribiendo acerca de Finlandia).

La afirmación es correcta en tanto que un intercambio de bonos del gobierno finlandés que mantenga su sistema de pensiones por bonos del gobierno estadounidense, también en posesión de su sistema de pensiones, alteraría las características de distribución del riesgo de ambos sistemas de pensiones. Pero la declaración puede inducir a error al no distinguir entre *tenencias* de deuda pública y *emisión* de deuda pública.

Consideremos un sistema de reparto sin activos, financiado por cotizaciones sociales. Si el gobierno emite nuevos bonos y se los da al sistema de pensiones, eso intercambia las futuras responsabilidades de los cotizantes con las de los contribuyentes, lo que implicará algún intercambio de responsabilidades entre los miembros de las mismas cohortes incluso si el periodo de pago no cambia. Emitir bonos de esta forma no varía directamente el ahorro nacional, aunque las diferentes respuestas de los distintos

contribuyentes pueden devenir en diferentes niveles de ahorro nacional. Si a este paso le sigue un intercambio de bonos del gobierno por, digamos, acciones o bonos de empresa, o incluso bonos de otro país, tampoco afecta directamente al ahorro nacional.

En contraste, el incremento de impuestos y el uso de ingresos adicionales por parte del público para comprar los bonos del gobierno en circulación para transferirlos al sistema de pensiones directamente incrementa el ahorro nacional, aunque su pleno efecto depende de las respuestas privadas a los impuestos y las transferencias. Así, el impacto en el ahorro nacional depende no del tipo de activos, sino de cómo se adquiere el activo (a través de incremento de deuda, incremento de impuestos o reducción del gasto del gobierno).

De forma similar, traspasar activos (sean bonos del gobierno u otros activos) desde un fondo fiduciario a cuentas individuales no afecta directamente al ahorro nacional. Pero aumentar los impuestos para comprar activos para las cuentas individuales incrementa directamente el ahorro nacional. En ambos casos, el impacto global depende también de las respuestas de los ahorradores privados y de los cambios resultantes en los gastos del gobierno o en los impuestos.

Así, una cuestión analítica clave es si la capitalización de las pensiones proviene de:

- nuevas emisiones de bonos (capitalización estrecha) o
- una reducción del número de bonos mantenidos por el público. Esta reducción puede ser resultado de impuestos más altos o de un menor gasto del gobierno, de forma tal que este obtenga mayores superávits y pueda recomprar los bonos al público, o por un menor déficit para financiar, lo que reduce la necesidad de emitir nuevos bonos (capitalización amplia).⁴

⁴ El Gobierno puede también vender activos y utilizar los resultados para recomprar bonos lo cual no mejoraría su situación financiera.

A menudo se confunden las implicaciones de los diferentes tipos de activos y las implicaciones de las diferentes formas de adquirir esos activos. Es esto último lo que importa a efectos del impacto sobre el ahorro nacional, tal como explica el cuadro 4.1.

EFFECTOS EN EL AHORRO Y LA DISTRIBUCIÓN INTERGENERACIONAL. Dado un nivel determinado de producción, el incremento en el ahorro nacional implica la disminución de algún tipo de consumo. Ajustar el sistema de pensiones incrementando las cotizaciones o recortando las prestaciones puede disminuir el consumo de los pensionistas en la actualidad, haciendo posible menores tasas de contribución o mayores prestaciones en el futuro. En este caso, el aumento de la capitalización que incrementa el ahorro aumenta la carga sobre las generaciones actuales para disminuirla sobre las generaciones futuras, actuando de forma similar a una decisión presupuestaria de aumentar impuestos o recortar gasto público para reducir la deuda pública.

El proceso de crear fondos puede contribuir poco o mucho al ahorro nacional. Hay dos cuestiones: ¿La capitalización incrementa el ahorro? y, en su caso, ¿ello implica una mejora del bienestar? Sobre lo primero, el impacto del incremento sobre el ahorro nacional puede ser algo muy negativo o muy positivo dependiendo de la reacción de los ahorradores privados y del resto del presupuesto del gobierno.

- Respuesta de los trabajadores: si los trabajadores están obligados a realizar nuevas contribuciones a las cuentas de capitalización, reducirán en cierta medida sus ahorros voluntarios; así, la introducción del elemento de capitalización obligatoria tiene menos efecto sobre el ahorro nacional que la acumulación en las cuentas. Si las contribuciones se desplazan desde un fondo central hacia cuentas individuales algunos trabajadores pueden ahorrar menos porque las cuentas individuales muestran un gran paralelismo con los ahorros

voluntarios, lo que implicaría un impacto negativo. El resultado global dependerá del equilibrio entre las diferentes respuestas de los distintos grupos de trabajadores tanto como de la fuente de esos fondos.

- Respuesta del gobierno: es necesario también considerar las respuestas del gobierno sobre el cambio de impuestos o gastos en otras áreas además de las pensiones. Los nuevos ingresos que van a cuentas individuales pueden conducir al gobierno a gastar más en otras áreas dado que, de nuevo, hay poco o ningún incremento del ahorro nacional. Las transferencias de ingresos desde el fondo central a cuentas individuales pueden financiarse mediante empréstitos adicionales del gobierno ya que no habrá un incremento sustancial en el ahorro.

Aunque existe considerable evidencia de las respuestas del ahorro individual en el diseño de pensiones, es mucho más difícil llegar a una conclusión que esté respaldada por la respuesta del resto del presupuesto gubernamental. Algunos han abogado por la transferencia de ingresos desde un fondo central a cuentas individuales basándose en el argumento político de que ello induciría a un menor gasto en el resto del presupuesto. Sin embargo, este argumento no cuenta con un soporte empírico suficiente. Además, pensamos que la política de pensiones debería ser designada para proporcionar seguridad en la vejez, no para influir en las políticas que no afectan a pensiones.

Si capitalizar incrementa el ahorro nacional, ¿es beneficioso el resultado? Concretamente, ¿tiene sentido para una economía incrementar contribuciones o reducir prestaciones ahora con el objetivo de tener menores contribuciones o mayores prestaciones en el futuro? Aumentar la capitalización a través de menores prestaciones o mayores contribuciones implica necesariamente redistribuir entre generaciones. Así, puede no haber una respuesta universal sobre si la capitalización aumenta el bienestar. Cada país puede considerar la cuestión en el contexto de sus propias circunstancias

y prioridades, incluyendo su tasa actual de ahorro y el crecimiento anticipado de los salarios. Si la tasa de ahorro es ya alta y crece rápidamente, puede tener poco sentido adoptar una política que incrementa el ahorro y que además ayudará a las futuras cohortes, que tendrán mayores salarios.

ERRORES ANALÍTICOS. La discusión sobre la capitalización es proclive a los errores. Los análisis a menudo comienzan con la comparación de resultados alternativos a largo plazo en una situación de equilibrio con diferentes grados de capitalización y luego siguen con la observación de que hay un estado de transición para alcanzar la situación de equilibrio con un alto nivel de capitalización. Esta aproximación puede inducir a error. Ofrece poca información acerca del equilibrio entre el beneficio de tener un gran fondo y el coste de construirlo. De hecho, el término «coste de transición» sugiere algo pequeño, incluso para un periodo de transición de décadas (como en Chile). Es más ilustrativo analizar la capitalización como lo anterior, mediante la consideración de las implicaciones que tiene incrementar la capitalización hoy para tener algún tipo de combinación de menores impuestos o de mayores prestaciones en el futuro. Esta forma de plantear la cuestión no se centra en la capitalización *per se* sino en los impuestos, prestaciones y decisiones de deuda que deberían sustentar cualquier decisión de aumentar la capitalización.

Un aspecto distinto, ampliamente utilizado, pero incorrecto para las cuentas de capitalización es el argumento de que un sistema capitalizado es mejor si el tipo de interés (esto es, la tasa de retorno de los fondos de pensiones) supera la tasa de crecimiento (o sea, la rentabilidad de un sistema de reparto). Una vez realizado el análisis global, no hay ningún beneficio para nadie en la capitalización *per se*, si no que hay una redistribución intergeneracional, tal como se explica en la sección 4.4. Esto es, la comparación es básicamente el mismo análisis incompleto que considera solo el estado estacionario sin considerar el ajuste a un nuevo

estado estacionario. Además, tales comparaciones a menudo ignoran la necesidad de reconocer diferencias en los riesgos de sistemas de pensiones distintos y los costes administrativos de organizar la capitalización.

Otro argumento sospechoso es que «una estructura multipilar permite la secuenciación táctica, agrupación estratégica, presentación y compensación y por tanto es útil para superar posibles resistencias a la reforma» (Holzmann y Hinz, 2005: 42). Este argumento sugiere que es posible conseguir una ganancia para todos mediante la agrupación del análisis de las mejoras de la eficiencia estática de las normas de pensiones con capitalización. Pero esa mayor eficiencia es alcanzable también sin capitalización, a través de un mejor diseño del sistema de reparto, así que la afirmación es errónea, a menos que esta mayor eficiencia no sea políticamente posible sin dicha agrupación. La agrupación en política se da, pero puede no ser necesaria, para la reforma y de hecho puede hacer la reforma más difícil, como parece que fue el caso de Alemania. En cualquier caso, los argumentos políticos están separados de los argumentos económicos y deberían identificarse claramente.

Finalmente, algunos análisis implican que la capitalización necesariamente requiere cuentas individuales. Esta es una opinión errónea. Si los políticos quieren más capitalización, tienen varias vías para conseguirlo, no solo a través de cuentas individuales como en Chile. Suecia ha capitalizado durante años una cartera central diversificada para su sistema de prestación definida (y continúa haciéndolo junto con su sistema de cuentas capitalizadas), y se han puesto en marcha planes similares en Canadá y Suiza. Los fondos de previsión de Malasia y Singapur han realizado la capitalización de un fondo central en un sistema de contribución definida. Así, elegir un nivel de capitalización y un grado de diversificación de la cartera no está vinculado económicamente con la elección entre prestación definida y contribución definida o entre acumulación individual o de mayor alcance.

4.3.2 Capitalización y desarrollo de mercados de capitales

Junto a los efectos sobre el ahorro, la capitalización ayuda al crecimiento si ayuda a mejorar la eficiencia con la que los ahorros se canalizan hacia inversiones.

En dos casos extremos el argumento falla estrepitosamente. En los países avanzados, los mercados financieros están altamente desarrollados, de forma que los ahorros obligatorios para las pensiones probablemente no conlleven mejoras sustanciales. Por el contrario, en países con una capacidad institucional muy limitada, las infraestructuras financieras existentes son demasiado débiles como para arriesgar las pensiones de un gran número de trabajadores al exigir cuentas individuales de capitalización.

Entre los dos supuestos hay una gama de capacidades en aquellos países en los que hay potencial para mejorar los mercados de capitales pero también hay riesgo, sin demasiada mejora, de que los trabajadores no consigan buenas rentabilidades sobre sus contribuciones o que el gobierno tenga que afrontar el coste de rescatar el sistema de pensiones. El riesgo es fácil de comprender: mercados inadecuados pueden producir bajas rentabilidades. También tienen unos costes mucho mayores que aquellos más desarrollados, aspecto de particular relevancia para las cuentas pequeñas. Unos mercados adecuados requieren una regulación gubernamental significativa. De hecho, la referencia al «libre mercado», sugiriendo que la regulación es necesariamente mala y que Chile consiguió éxito sin una regulación estricta, es errónea. Los fondos de inversión y los mercados de seguros que manejan las cuentas individuales en Chile están estrictamente regulados, al igual que el mercado de capitales de Estados Unidos. Esto no sugiere que toda regulación sea buena. De hecho, lo que es generalmente necesario son más buenas regulaciones y menos malas. Esto también ayuda a tener un mayor mercado, basado en una economía mayor. Como discutimos brevemente, los mercados pobres

no solo perjudican a los pensionistas; también pueden implicar una peor asignación de las inversiones de lo que podría darse con maneras menos formales de distribuir los ahorros para invertir. La posibilidad de ganancia es también fácil de comprender, ya que un mejor funcionamiento de los mercados de capital incrementa la eficiencia económica y, por tanto, el crecimiento económico. Lo que es fundamental para la posibilidad de ganancia es un esfuerzo sostenido para mejorar la regulación de los mercados y el funcionamiento de la economía en general, un esfuerzo que podría reforzarse comprometiendo los fondos de los trabajadores y también sus intereses políticos.

Una aproximación alternativa es favorecer las pensiones voluntarias como un estímulo al desarrollo del mercado, especialmente en los que la economía es lo suficientemente grande como para que los ahorros voluntarios puedan alcanzar economías de escala. Explorando el tema con mayor detalle, hay cuatro canales a través de los cuales los ahorros se asignan a inversión:

- (a) transacciones de mercado: comprando nuevos bonos emitidos y acciones (en contraposición con los ya negociados);
- (b) por intermediación: depósitos en bancos y otros intermedios, que se prestan a los inversores;
- (c) préstamos directos: a gente que comienza pequeños negocios de familia, amigos y otros que buscan inversiones directas; o a través de un «vendedor de créditos» generalmente; y
- (d) ahorrar para financiar inversiones propias.

En un país en el que la estructura de mercado es débil y el sistema bancario funciona escasamente, el progreso no se consigue probablemente a través de (a) o (b). Las cuentas individuales, mediante la recaudación de más dinero de los trabajadores, reducen los préstamos directos y las inversiones de los propios trabajadores, sin una estructura institucional a través de la cual los fondos de pensiones puedan ser distribuidos mejor a corto plazo.

Un segundo grupo de argumentos sobre el papel de los fondos de pensiones en la mejora de la eficiencia de los mercados de capitales es preguntarse si transferir acciones de compañías estatales recientemente privatizadas al fondo fiduciario de la Seguridad Social (como en alguno de los antiguos países comunistas Europa Central y del Este) mejora el gobierno corporativo, un elemento clave en la eficiencia y en el crecimiento económico en economías de mercado.⁵ Una gobernanza de alta calidad necesita una buena legislación, supervisión efectiva por las autoridades regulatorias y supervisión efectiva y ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas. En países avanzados, los fondos de pensiones centralizados (por ejemplo, fondos de prestación definida o fondos previsionales) se convierten en actores adicionales en el gobierno corporativo, lo cual puede influir en los resultados para bien o para mal.⁶

4.3.3 Capitalización y cambio demográfico

Si bien la cuestión ya demostró ser errónea hace muchos años, el argumento de que la capitalización elimina la preocupación acerca del impacto del cambio demográfico en la financiación de las pensiones es equivocado. Necesita ser considerado en el contexto de una disminución tanto en la fertilidad como en la mortalidad de los mayores.

Supongamos que a una fuerza de trabajo amplia le sigue una fuerza de trabajo más pequeña. En un sistema de reparto puro los ingresos por cotizaciones caen, creando presión al alza sobre la tasa de contribución, presión a la baja sobre el nivel de prestaciones, o ambas a la vez. Este problema es bien conocido y no resulta

⁵ Ver *symposium sobre gobierno corporativo en la Oxford Review of Economic Policy* vol. 21 núm. 2 (2005).

⁶ El sistema de pensiones de los empleados públicos de California (CalPERS), por ejemplo, con alrededor 150.000 millones de dólares en activos, es un accionista activo.

controvertido. Añadir algún tipo de capitalización, como la que se ha realizado en Estados Unidos, puede favorecer el cambio demográfico a través de una suavización de los impuestos.

Pero incluso un sistema completamente capitalizado se ve afectado por el cambio demográfico. Continuando con el ejemplo de una fuerza laboral grande seguida por otra más pequeña, podemos considerar el impacto en el sistema de pensiones. Si cada miembro de la primera, en el periodo 1 acumula su ahorro para pensión, si la pensión disponible para un trabajador medio, en un sistema de contribución definida, es exactamente la cantidad que puede ser cubierta por esos ahorros, y si hay un elevado número de trabajadores, se afirma entonces que no hay un problema, pues cada trabajador acumula lo suficiente, en promedio, para pagar su propia pensión. Este argumento es correcto en términos de *financiación* (esto es, el sistema no está desequilibrado) pero puede fallar al proporcionar a los trabajadores el *consumo* que esperan en la vejez. La idea está más desarrollada en el cuadro 4.2. Con un sistema de reparto el déficit es consecuencia de una disminución de las contribuciones para las pensiones. Con un sistema de capitalización el mecanismo es menos directo pero tiene el mismo origen: salvo que la disminución en el número de trabajadores no tenga efecto sobre la producción, esta será menor que si la población activa no se hubiera reducido; si la producción es menor, el consumo y/o la inversión deben ser también menores. Menores tasas de rentabilidad o mayores precios impedirán que los pensionistas consuman de acuerdo con lo que esperaban; o el incremento del consumo combinado de trabajadores y pensionistas es a costa de la inversión y, por tanto, pone en riesgo el crecimiento futuro. Como vimos previamente, reparto y capitalización son mecanismos para organizar los derechos sobre la producción futura; ya que los cambios demográficos generalmente afectan a la producción, esto también causa problemas a los sistemas de pensiones, sea cual sea la forma en la que estén organizados.

Cuadro 4.2

Cómo afecta el descenso en la producción a los titulares de cuentas individuales

El descenso en la producción crea problemas en las cuentas individuales independientemente de si las cuentas tienen activos cuasi líquidos o acciones. Si una generación grande de trabajadores precede a una generación más pequeña, supongamos que los pensionistas de la generación mayor buscan, acumulando en sus cuentas bancarias, poder de compra sobre la producción futura durante su periodo de retiro. Su consumo deseado (la cantidad que ellos desearían gastar de sus ahorros acumulados para la jubilación) puede exceder lo que la generación más joven de trabajadores quiere ahorrar, dadas unas políticas monetarias y fiscales concretas. Esto puede conducir a un exceso de demanda en los mercados de bienes, causando inflación de precios, y así reduciendo el poder de compra de las rentas vitalicias. Anticipar la posibilidad de estos resultados afectará generalmente a las tasas de interés utilizadas para captar depósitos bancarios. Así, el impacto en la demografía, que es visible para los inversores y los ahorradores, se extiende durante mucho tiempo.

Supongamos ahora que los trabajadores buscan poder de compra sobre la producción futura acumulando activos reales, como acciones. En este caso, los jubilados tienen que financiar su consumo mediante la venta de sus activos financieros. Ya que la siguiente generación es menos numerosa, habrá relativamente menor demanda agregada, lo que implica menor necesidad de activos productivos, llevando a un exceso de oferta en el mercado de activos, que a su vez conduce a menores precios de los activos que si las generaciones hubieran sido de igual tamaño. (Para ver esto, supongamos que cada pareja tiene un hijo; entonces cada pareja de la siguiente generación heredará dos apartamentos [y lo mismo con otros bienes], y por tanto el

valor del apartamiento caerá.)^{*} Esto reducirá el valor de los fondos acumulados de pensión y, por tanto, de las rentas vitalicias derivadas. En la práctica, los precios de los activos mostrarían un crecimiento lento (o incluso reducción) mucho antes, igual que los inversores anticipan el efecto de las ventas de activos de las cohortes mayores de jubilados.

En cualquier caso, los jubilados pueden no alcanzar la pensión real que habían esperado.

^{*} Estamos en deuda con Andrés Simonovits por este ejemplo.

Un paralelismo más cercano se produce incluso si la tasa de nacimiento es estable pero la esperanza de vida de los pensionistas se incrementa. Su efecto es que se incrementa el número de pensionistas por trabajador. Con un sistema de reparto puro este incremento precisa de unas tasas de contribución mayores o de pensiones mensuales menores para mantener el equilibrio del sistema. Con capitalización y sin cambio en el tipo de interés, el nivel de prestaciones mensuales es más bajo si la vida tras la jubilación es más larga.

Lo que importa no es la acumulación financiera, si no el incremento de la producción, que hace más fácil satisfacer las demandas tanto de trabajadores como de pensionistas. La solución al envejecimiento de la población descansa no en la capitalización *per se*, sino en el incremento de la producción.

4.3.4 Capitalización y derechos de propiedad

En un país con un sistema público de prestación definida, el legislador generalmente tiene la potestad de cambiar la fórmula de prestaciones. Así, para bien o para mal, la protección para los beneficiarios actuales y futuros está enmarcada en las características del proceso político, ya que el deseo de ser reelegido y de evitar

manifestaciones en la calle generalmente limita la extensión con la que los políticos hacen grandes y repentinos cambios a la baja en las prestaciones y derechos de pensión.

Se afirma a menudo que la relevancia política de los derechos de propiedad hace que las cuentas privadas de capitalización individual sean menos proclives a sufrir el expolio estatal. El mejor ejemplo de que eso no es así, y que se analiza en la sección 9.1, es Argentina. En 2008, Argentina eliminó su sistema obligatorio de cuentas individuales y transfirió todos los activos al sistema público de reparto. Esto muestra una cuestión a menudo ignorada, como es que un fondo acumulado a lo largo de muchos años ofrece al gobierno más usos alternativos posibles de lo que proporcionan los flujos anuales de un sistema de reparto.

Incluso en países en los que se respetan los derechos de propiedad, el hecho de que los activos estén depositados en cuentas individuales no elimina la posibilidad del gobierno de reducir el valor de las pensiones actuales o futuras, que se puede hacer de múltiples formas. En concreto, el gobierno puede:

- reducir el valor de la deuda pública a través de inflación no esperada;
- aumentar los impuestos sobre beneficios de las empresas, lo que reduciría el valor de sus acciones;
- aumentar el impuesto sobre la renta, pensiones incluidas, o incrementar el consumo público, reduciendo el valor de las prestaciones de los pensionistas actuales y futuros;
- reducir las ventajas fiscales a los fondos de pensiones.

Es bastante habitual que los defensores de los sistemas de cuentas individuales destaquen los riesgos políticos que atañen a los sistemas de prestación definida pero que olviden los que afectan a las cuentas individuales.

En Estados Unidos, la fiscalidad sobre las prestaciones de la Seguridad Social se ha modificado dos veces: en 1983, cuando

hasta el 50% de la pensión se consideró como tributable para algunos jubilados, y de nuevo en 1993, cuando la proporción tributable subió al 85%. Otro ejemplo es la reducción de las ventajas fiscales a los fondos de pensiones británicos en 1997. Los tramos de tributación y los mínimos exentos son variables que pueden cambiarse por la legislación sin violar derechos de propiedad.

El valor de las prestaciones puede cambiarse por ley, tanto en sistemas públicos de prestación definida como en sistemas de cuentas individuales. ¿Es realmente esto un problema? ¿La capacidad de cambiar las prestaciones futuras es simplemente una fuente de riesgo para trabajadores y pensionistas, o es una oportunidad (que se puede utilizar correcta o incorrectamente) de mejorar el sistema compartiendo los riesgos inherentes a un sistema de pensiones? Como se verá en el capítulo 5, sean cuales sean los argumentos a favor o en contra, los planes de prestación definida, a diferencia de los de contribución definida, pueden distribuir riesgos entre cohortes, y esta dispersión tiene un notable valor.

En suma, el papel de los derechos de propiedad como protectores de expectativas de trabajadores y pensionistas no es tan simple como algunos quieren hacer ver.

4.3.5 Conclusión

La relación entre capitalización y crecimiento no es ni simple ni automática.

Primero: ¿La capitalización aumenta el ahorro? Como hemos visto, no si un aumento en el ahorro obligatorio se compensa con una reducción del ahorro voluntario o con una reducción del ahorro público. Por tanto, el ahorro puede crecer o no; la cantidad en la que crezca tiene una relación compleja con la cantidad capitalizada y su financiación.

Segundo: ¿Cuánto crece el producto si crece el ahorro? El razonamiento más simple es que un cambio a capitalización (a) incrementa el ahorro, lo que (b) incrementa la inversión, lo que (c) incrementa la producción por el producto marginal del capital. Estos vínculos se dan en muchos casos, pero no siempre, y desde luego, no con una conexión tan simple.

- Como ya se puso de manifiesto, cambiar a un sistema de capitalización no aumenta necesariamente el ahorro.
- La relación entre el aumento del ahorro y el aumento de la inversión es compleja; el ahorro puede sencillamente incrementar los precios de los activos en circulación. De hecho, parte del ahorro puede hacer subir los precios de activos con oferta limitada, como por ejemplo el suelo urbano.
- Aumentar la inversión no implica en absoluto que se incremente directamente la producción. Las ineficiencias en el mercado de capitales pueden producir un bajo rendimiento marginal de la inversión, como por ejemplo en los países excomunistas de Europa Central y del Este y en la antigua Unión Soviética, que tuvieron tasas de inversión muy altas para los estándares occidentales pero que luego se estancaron e incluso fueron negativas. Además, los retornos sobre los activos financieros incluyen ajustes por los riesgos. Es un error considerar la rentabilidad financiera como medida de la rentabilidad social si no incorporamos los ajustes debidos a los riesgos y los costes administrativos, y por tanto, es también un error utilizar la rentabilidad esperada de los valores como el beneficio de aumentar la capitalización.

Tercero: ¿Esta política es óptima? Que aumentar la capitalización pueda llevar a un aumento de la producción no significa que tal política aumente necesariamente el bienestar. Los efectos beneficiosos dependen de las características de cada país.

- ¿Los ahorros en el país están por debajo del óptimo, y/o los fondos de pensiones pueden mejorar la asignación del ahorro y el gobierno corporativo?
- Los aspectos intergeneracionales son otro aspecto de lo anterior. Si se aumenta la inversión por la vía de aumentar la capitalización, el consumo actual se reduce. Esto quiere decir que la capitalización que implica crecimiento reduce el consumo actual y aumenta el futuro (y la redistribución puede ser, o no, una buena política).

Cuarto: ¿Esta política es factible? La respuesta depende en parte de si el país en cuestión cuenta con las instituciones necesarias. ¿Tiene la capacidad necesaria para la asignación de los fondos de pensiones, para administrar cuentas individuales, para regular los mercados financieros?

En suma, la cuestión no es si capitalizar es una mala política, o si no puede ayudar en el proceso de envejecimiento poblacional, sino si su ayuda se ve acompañada por efectos benéficos sobre el crecimiento y sobre los factores específicos del país. La capitalización puede ser importante para el crecimiento económico, pero debe probarse en cada país, no basta con asumir o afirmar que es así.

4.4 COMPARACIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS SISTEMAS DE REPARTO Y LOS DE CAPITALIZACIÓN

Algunos analistas comparan la rentabilidad a largo plazo de los activos con la tasa de crecimiento, que es la rentabilidad a largo plazo en un sistema de reparto.

En contraste con el 2,6% de la rentabilidad en equilibrio de las contribuciones a la Seguridad Social, la tasa de rentabilidad real antes de impuestos de las compañías no financieras promedió el 9,3% en el

mismo [...] periodo [...] [como resultado], obligar a los individuos a usar un sistema sin capitalización incrementa dramáticamente el coste de comprar sus pensiones de jubilación. Feldstein (1996: 3).

Ya que las tasas de rentabilidad a largo plazo superan a las tasas de crecimiento, la rentabilidad más alta de los valores a menudo se presenta como puro beneficio. Este argumento es erróneo porque no compara lo mismo. Un análisis completo considera (a) el coste de la transición desde un sistema de reparto a uno de capitalización, (b) el riesgo relativo de los dos sistemas y (c) sus respectivos costes de administración.

4.4.1 Comparación inadecuada de estados estacionarios

Si los costes de transición de un sistema de reparto a un sistema totalmente capitalizado se contabilizan adecuadamente, generalmente hay una equivalencia entre las tasas de retorno en los dos sistemas.

Los defectos en el razonamiento de que los pensionistas son más ricos con capitalización si la rentabilidad de los valores supera al crecimiento real de los salarios puede verse claramente en el caso de que los políticos estén considerando el establecimiento de un sistema de pensiones por primera vez. En un sistema capitalizado, en comparación con un sistema de reparto, la primera generación de jubilados no va a recibir una pensión. Es erróneo presentar el beneficio de los pensionistas después de la primera generación como un beneficio para todo el mundo (un óptimo de Pareto). Sin embargo, lo que generalmente se discute es el cambio de un sistema de reparto ya existente a otro de capitalización. En este caso, incluir los costes de transición del cambio proporciona los mismos resultados (algunos se verán favorecidos y otros se verán perjudicados). Una cuestión central, que se discute en el cuadro 4.3, es dónde recaen estos costes.

Cuadro 4.3

¿Quién paga los costes de transición por el cambio de un sistema de reparto a uno de capitalización?

Caso 1: Reglas de prestación constante; los costes de transición financiados con endeudamiento público: en la tabla 4.1, cada generación paga un dólar en contribuciones cuando es joven y recibe un dólar cuando es mayor. En el período 1, el dólar de pensión de la generación mayor A es pagado por el dólar de contribución de la generación más joven B. En el período 2, cuando la generación B es mayor, su pensión es pagada por las contribuciones de la generación joven C. Ahora supongamos que la tasa real de rentabilidad sobre los activos, i , es del 10%, e imaginemos que nosotros somos la generación C. En un sistema de reparto nosotros pagamos un dólar en contribuciones en el período 2 y recibimos un dólar en pensiones en el período 3; la tasa real de retorno es cero. En contraste, con una cuenta individual si ahorramos un dólar en el período 2 y recibimos 1,10 dólares en el período 3; la tasa real de rentabilidad, como se puede ver, es el 10%.

La debilidad del razonamiento es que si la generación C contribuye a su propia cuenta de capitalización, las pensiones de la generación B deben ser pagadas de alguna otra fuente. Si esa fuente son préstamos del gobierno, la generación C recibe 1,10 dólares pero tiene que pagar intereses de 10 centavos por el préstamo que financia a la generación B. El retorno real (al igual que bajo el sistema de reparto) es cero. El menor retorno del sistema de reparto no es el resultado de una debilidad inherente si no que es precisamente el coste de la donación inicial a la generación A. Formalmente, hay una equivalencia entre los dos sistemas si el cambio a capitalización no se tiene en cuenta de forma aislada, si no junto al coste de financiar el

cambio. La generación C no se ha hecho más rica al cambiar a cuentas individuales.

La caída del valor del dinero en este modelo *no* se debe al envejecimiento de los *baby boomers*, al incremento de la esperanza de vida, o a una ineficiencia administrativa masiva, si no que es la simple aritmética del sistema de reparto. Geanakoplos, Mitchell y Zeldes (1999: 86); enfatizado en el original.

Tabla 4.1
Un sistema de reparto simplificado

Periodo	Generación		
	A	B	C
1	+\$1	-\$1	
2		+\$1	-\$1
3			+\$1
4			+\$1

Fuente: Orszag (1999: 9)

Caso 2: Reglas de prestación constante; costes de transición financiados por impuestos: supongamos que somos la generación C; en el período 2 nosotros pagamos nuestra contribución de 1 dólar a una cuenta de capitalización individual, y el dólar de pensión de la generación B se paga en parte mediante impuestos sobre la generación C. La pensión que nosotros recibimos como generación C es 1,1 dólares. Pero la generación C pagó parte de la pensión de la generación B a través de impuestos y tiene menos riqueza para financiar su jubilación. La tasa real de rentabilidad sobre activos es del 10% pero esto no implica un retorno del 10% en la combinación de los ahorros obligatorios y los impuestos pagados para las pensiones de la generación B.

Caso 3: No hay prestaciones para la generación de transición; otra vía para financiar la transición es dejar a la generación B fuera del bote salvavidas al no pagarle su pensión. La generación C y siguientes disfrutarán de un 10% de retorno real, pero estos beneficios son a expensas de la generación B, sobre la cual se concentra el coste completo de la transición. En este caso, el coste de la donación de la generación A se soporta por donación negativa de la generación B.

El punto fundamental en el cuadro 4.3 es que hay un juego de suma cero entre la primera y las siguientes generaciones. El coste de la donación a la primera generación se puede ubicar sobre la generación de transición de pensionistas (generación B) al incumplir los compromisos del sistema de reparto; o en la generación de los que están trabajando en el momento de la transición (generación C) si se financian las pensiones de la generación B al margen de los impuestos; o distribuyéndolo entre generaciones sucesivas, financiando la transición mediante endeudamiento. Es posible variar la forma de financiar el coste a lo largo del tiempo, pero no se puede cambiar el coste total. De nuevo, la única salida ante el punto muerto es si el cambio a capitalización genera mayores tasas de crecimiento, un tema sobre el cual, como ya vimos, continúa la controversia.⁷ Como se ve en el cuadro 4.4, la comparación inadecuada de estados estacionarios es un serio error que se produce muy a menudo.

⁷ El análisis en el texto ha considerado una configuración sencilla, sin tener en cuenta impuestos sobre los rendimientos de capital. Esos impuestos complican el análisis pero no alteran la necesidad de considerar que hay ganadores y perdedores en cualquier reforma.

Cuadro 4.4 Uso inadecuado del análisis de estado estacionario: algo más que un error intelectual trivial

Los errores que resultan de un uso inadecuado del análisis de estado estacionario son más profundos de lo que aparentemente se ve. Consideremos la siguiente proposición: «Algunos de los problemas (como la inevitabilidad de las transferencias intergeneracionales y las bajas tasas de retorno para las últimas cohortes) son inherentes a los sistemas de reparto» (Banco Mundial, 1994: 236). Es correcto que los sistemas de reparto, a pesar de su donación a la primera generación, reducen la tasa de retorno de las últimas generaciones. Sin embargo, la afirmación no calificada de que esto es un problema es errónea.

Primero, al referirnos a la donación de la primera generación como un «problema», esta afirmación plantea una hipótesis implícita de que la transferencia a la anterior generación, probablemente menos prudente, fue un error.

Segundo, el razonamiento conduce a invalidar la reivindicación de una superioridad de Pareto (ver Glosario) de algunas políticas. Resulta más obvio si los políticos están estableciendo un nuevo sistema de pensiones donde antes no había nada. Si establecen un sistema de reparto, la primera generación de jubilados recibe una pensión, pero la rentabilidad para las siguientes generaciones es menor. Si establecen un sistema de capitalización, las últimas generaciones disfrutarán de mayores retornos, pero la primera no recibirá pensión. Es erróneo presentar el beneficio de los pensionistas en posteriores generaciones como una mejora de Pareto, ya que este es a cargo de la primera generación. El mismo argumento se aplica al país que ya tenga un sistema de reparto: la decisión de cambiar a un sistema de capitalización redistribuye desde la actual generación a futuras generaciones. La reivindicación de que un cambio a

capitalización es una mejora de Pareto es inválida.

Finalmente, el razonamiento de que es óptimo contar con un elemento de reparto en un sistema de pensiones porque la posibilidad resultante de compartir el riesgo entre generaciones, refuerza el bienestar, es erróneo (véase, por ejemplo, Dutta, Kapur y Orszag, 2000). También lo es el argumento de que pagar la deuda implícita es necesariamente beneficioso.

4.4.2 El ajuste por diferencias en el riesgo

El coste de financiar la transición es solo una parte de la comparación entre reparto y capitalización. Un segundo elemento es el riesgo, ya que la rentabilidad real tanto de un sistema de reparto como de un sistema de capitalización debiera ajustarse a la baja para contabilizar el riesgo. La aproximación más simple al ajuste del riesgo es asumir como tasa de rentabilidad sobre las acciones la que tienen los bonos, aunque esto subestima el valor de aquellos que no tienen otros activos.

Junto a los riesgos de mercado están los riesgos políticos, presentes en ambos sistemas. Es cierto que la acción del gobierno puede incrementar el riesgo cometiendo errores de gobierno. Sin embargo, también es cierto que algunas actuaciones de los gobiernos están precisamente abordando, al menos parcialmente, los riesgos que afrontan los individuos. El análisis formal de tales riesgos políticos y cómo difieren entre los sistemas no ha avanzado demasiado.

4.4.3 Control de los costes administrativos

La evidencia de que los costes administrativos de un sistema de capitalización individual son mayores (a menudo considerablemente

mayores) que en los sistemas de reparto está bien soportada. La importancia de estos costes administrativos no debería subestimarse. Como se muestra en la tabla 7.1, bajo hipótesis razonables, a lo largo de la vida laboral, un coste administrativo de un 1% anual puede reducir la pensión acumulada de una persona en cerca de un 20%.

4.4.4 Conclusión

Cuando se valoran propuestas para la reforma de las pensiones, hay una cuestión analítica fundamental, que es tener claro qué es lo que se está preguntando. Feldstein (2005), por ejemplo, afirma que la Seguridad Social en Estados Unidos reduce el ahorro. El análisis hace una comparación de estado estacionario, esto es, compara la situación económica de los Estados Unidos de hoy con cómo habrían sido en un estado estacionario alternativo con pensiones capitalizadas. Así, la cuestión subyacente es: cómo difiere el bienestar en un estado estacionario B con respecto a un estado estacionario A. La mayoría de los análisis de este libro se refieren a una cuestión diferente: cuáles son los efectos sobre el bienestar de un cambio del estado estacionario A al estado estacionario B. Ambas cuestiones (y sus respuestas) son legítimas. Lo que no es legítimo es aplicar la respuesta de una cuestión a la otra. Tener un mejor estado estacionario no implica necesariamente que valga la pena el coste de transformarlo.

La conclusión no es si cambiar a un sistema de capitalización es siempre una mala política, sino que su conveniencia no esté fundamentada por una simple comparación en las tasas de rentabilidad de cada uno.

- Cambiar de un sistema de reparto a un sistema de capitalización debería hacerse evaluando adecuadamente los costes (tanto totales como de distribución) de pasar de un estado

Capítulo 5

Redistribución y reparto de riesgos

- estacionario a otro, de las diferencias en el riesgo o cualquier anomalía en los costes administrativos.
- Los tres ajustes son relevantes para la elección del régimen de pensiones en un hipotético nuevo país donde el problema de los costes de transición sea sustituido por la cuestión de si dar prestaciones a la gente que está ya retirada o está próxima a hacerlo.

Atkinson (1999: 8) señala que los críticos del estado de bienestar suelen considerar sus costes sin tener en cuenta sus beneficios.

El énfasis de los economistas sobre los efectos económicos negativos del estado de bienestar puede atribuirse al marco teórico adoptado [...], que permanece arraigado en un modelo de competencia perfecta y mercados de compensación perfectos. [Este] marco teórico no incorpora ninguna de las contingencias para las cuales el estado de bienestar existe [...] El objetivo global del estado de bienestar se pierde en este modelo teórico.

La cuestión aquí es similar: los beneficios de transformar a capitalización no deben considerarse aisladamente, sino junto a los costes relevantes.

Hay muchas formas a través de las cuales un país puede incrementar el ingreso de los ciudadanos que, por cualquier razón, acceden a la jubilación con una pensión baja. Algunos países establecen un ingreso mínimo garantizado, como puede ser la asistencia social sometida a prueba de medios para aquellas personas mayores que sean elegibles, estén o no cubiertas por el sistema de pensiones. La discusión que aquí planteamos se centra en el impacto que el sistema de pensiones tiene sobre la distribución del ingreso, ignorando el papel complementario de la asistencia social. Adicionalmente a la mitigación directa de la pobreza, los sistemas públicos de pensiones en algunos países proporcionan a la gente con bajos ingresos una pensión que es una proporción mayor de sus ingresos previos para facilitarles su distribución del consumo. Tal como se analiza en el cuadro 9.2, otros países estipulan pensiones de carácter universal, cuyo impacto en la pobreza depende del grado de concentración de la pobreza por edad y del nivel de recursos dedicados a las pensiones. La idea subyacente es que la edad puede ser un buen indicador de la pobreza por las razones expuestas en el cuadro 5.1.

