

LA REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES. REPARTO, CAPITALIZACIÓN Y MERCADOS FINANCIEROS*

Pierre Pestieau
CREPP, CORE y Delta

INTRODUCCIÓN

Existen muy pocos países que no hayan sido afectados por la crisis de sus sistemas de pensiones. La evolución demográfica y económica pero sobre todo la resistencia política al cambio contribuyen a esta crisis. Es dentro de este contexto que se sugieren dos tipos de reforma: la primera consiste en pasar del sistema de reparto al de capitalización y la segunda a invertir los fondos de pensiones en el mercado bursátil más bien que en activos seguros.

Estas dos proposiciones son mucho más debatidas en los Estados Unidos y en los países en desarrollo, particularmente latinoamericanos, que en los países europeos de tradición bismarkiana. El informe del Banco Mundial sobre "La crisis del envejecimiento", publicado en 1994 e inspirado en el aparente éxito de Chile tiene, en efecto, mayor resonancia en el nuevo que en el viejo mundo¹.

* Original en francés. Traducido por Cecilia Vega-Centeno.

1. World Bank (1994).

En el caso de los Estados Unidos, hay razones objetivas. En primer lugar, los proyectos de reforma del sistema de pensiones están muy avanzados. La comisión presidencial que ha remitido su informe a principios de 1997 propone invertir una parte de las aportaciones en el mercado bursátil². La capitalización allí está mucho más desarrollada que en la mayoría de los países europeos (a excepción de los Países Bajos y del Reino Unido). Los fondos privados de pensiones más los fondos públicos de pensiones (*Social Security Trust Fund*) representan un monto que supera aquél del PBI. En fin, los Estados Unidos conocen una paradoja bursátil (*equity premium puzzle*) sin equivalente en Europa. En el largo plazo, el rendimiento de la bolsa superará en 7% al rendimiento de los bonos del tesoro. Ahora bien, esta diferencia es netamente superior a una prima de riesgo normal.

En este contexto, no pocos economistas de renombre proponen la idea que hay que reformar el sistema de pensiones americano basado en el principio de capitalización e invertir las aportaciones en el mercado bursátil. Señalan que esta reforma puede realizarse sin problemas: todo el mundo ganaría o, para utilizar la jerga de los economistas, la reforma sería Pareto superior.

Es en esta doble proposición que se interesa este artículo. Se muestra que en general, si lo que se quiere es preservar el *statu quo* en la distribución intra- e inter-generacional, la repartición y la capitalización son equivalentes y en el caso de la capitalización, poco importa si se invierte los fondos de pensión en acciones o en bonos. Nuestra intención al hacerlo es de clarificar el debate sobre el futuro de las pensiones. Estamos convencidos que las reformas son indispensables, reformas que implicarán una cierta capitalización y una más grande toma de riesgos. Pero sería ingenuo y deshonesto afirmar que estas reformas se harán sin costo para algunos.

Dos ideas fuerza sobresaldrán de este artículo. En principio, si se juzga que es prioritario asegurar a toda persona mayor una pensión de base "decen-te", es importante la modificación de la regla de precuación (repartición igualitaria) actual en vigor y que, en Francia, corresponde largamente al principio de equivalencia actuarial. En seguida, el principal mérito de una

2. Gramlich (1996).

reforma que incluye la privatización y capitalización no está en la superioridad teórica de una y de la otra; esto viene de que en los hechos el reparto colectivo conduce a la solidaridad intergeneracional forzada. Si se quiere mantener la repartición como principio de financiamiento del sistema de base, es importante establecer una contabilidad generacional doblando la contabilidad nacional tradicional a fin de medir y de evitar estas distribuciones forzadas.

En un primer momento vamos a desarrollar la idea de una equivalencia entre repartición y capitalización y en un segundo momento, mostraremos que, en un sistema de capitalización, invertir una parte de los fondos de pensiones en el mercado bursátil no tiene ningún efecto si los hogares no son restringidos en su elección de portafolio.

2. REPARTO O CAPITALIZACIÓN

Casi todos los países industrializados están ocupados a vivir un escenario idéntico. Sus sistemas de pensiones de base están fundados en la repartición y constituyen la fuente esencial de los ingresos de las personas mayores. Los jubilados de ayer y de hoy día reciben pensiones que, relativamente a lo que se ha pagado como aportaciones, son mucho más elevadas que si ellas se hubieran obtenido en el mercado financiero, es decir, por capitalización. Esto es verdad para todos, pero sobre todo para los hogares de bajos ingresos y para las mujeres. Los hogares de bajos ingresos se benefician de aquello que la regla de distribución que aventaja a los pequeños aportantes en detrimento de los grandes aportantes. Las mujeres se benefician de una longevidad más elevada y de una edad de jubilación generalmente más baja que la de los hombres.

Esta ventaja de la repartición sobre la capitalización puede explicarse por dos factores. En primer lugar, existe el hecho que con la repartición las primeras generaciones de jubilados pueden recibir las pensiones por las que ellos no han contribuido o han contribuido poco. Es lo que los economistas anglo-sajones califican de "free lunch". Hoy día el sistema de pensiones ha alcanzado su madurez; en otros términos, todo nuevo jubilado ha aportado a lo largo de su vida activa. Por lo demás, hay una famosa relación entre la tasa de crecimiento demográfica aumentada por la tasa de crecimiento de la pro-

ductividad, que representa la tasa de rendimiento de la repartición, y la tasa de interés que representa la tasa de rendimiento de la capitalización. Durante muchos decenios la primera sobrepasaba a la segunda o era igual. Después de una decena de años, es a la inversa. Adjuntemos a estas dos evoluciones un cambio del enfoque. Hay cada vez más un enfoque individual de la jubilación, enfoque que es incompatible con un cierto grado de perecuación.

Así pues, hoy día son muchos quienes prefieren vivir bajo un régimen de capitalización. Más precisamente, son numerosos al principio de su vida activa. En efecto, los jubilados y los activos próximos a la edad de la jubilación tendrían mucho que perder de un cambio brusco a la capitalización. Porque ésa es la dificultad de todo cambio de la repartición a la capitalización, aquello que representa el tratamiento de la generación de transición. Esta generación, que es la imagen inversa de la generación que se beneficia del "free lunch", plantea problemas. De dos cosas una. O bien, de manera brutal y arbitraria, ésta es sacrificada; o bien, el Estado debe contratar un empréstito para financiar sus pensiones y, a hacerlo, neutralizar los efectos esperados del cambio a la capitalización. Se puede demostrar formalmente la equivalencia entre capitalización y reparto, así como que las redistribuciones intra e inter-generacionales se mantienen constantes en el largo plazo³.

El razonamiento subyacente a esta demostración se inscribe en la línea misma de la contabilidad generacional, que implica que una unidad monetaria sustraída a la deuda pública y añadida a los derechos de pensión es perfectamente neutro. La equivalencia entre capitalización y repartición implica que no se puede pasar del reparto a la capitalización sin problemas si esta reforma está acompañada de un endeudamiento por el cual el Estado financia el rescate de los derechos a la jubilación de la población jubilada al momento de la transición.

3. Belan y Pestieau (1998).

Para ilustrar esta idea, tomemos un modelo con generaciones traslapadas donde cada individuo vive dos períodos, un período de vida activa y un período de jubilación. En el primer período, trabaja y obtiene un ingreso igual a su productividad; consagra este ingreso a su consumo corriente, a su ahorro privado y eventualmente, paga las aportaciones de jubilación. Durante el período de jubilación, percibe los ingresos de sus ahorros (la tasa de interés es igual a la productividad del capital) y eventualmente de las pensiones de jubilación. En este ejemplo, donde los miembros de una misma generación son idénticos, no hay diferencia entre el ahorro privado y la jubilación por capitalización. Por simplicidad, adoptamos las funciones de producción y de utilidad Cobb-Douglas. Sea la función de utilidad de un individuo perteneciente a la generación t :

$$u_t = \ln c_t + 0,5 \ln d_{t+1}$$

donde c_t y d_{t+1} denotan el consumo del primer y del segundo períodos. Sea todavía una función de producción:

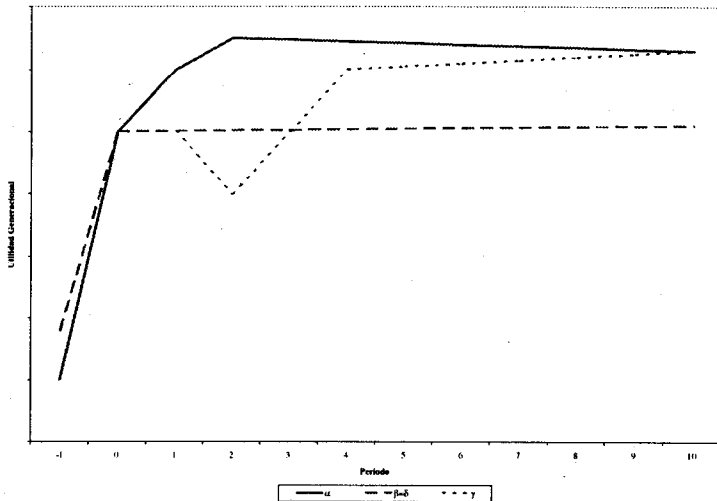
$$f(k) = 6k^{1/3},$$

donde k denota el stock de capital por trabajador, que es igual al ahorro de la generación precedente. En la partida, en el tiempo 0, $k_0 = 0,5$. Se puede distinguir cuatro casos, cada uno conducente a un perfil de utilidad generacional propia.

- α : equilibrio sin sistema de pensiones por reparto.
- β : equilibrio con sistema de pensiones por reparto puesto en plaza en el periodo 0 a la tasa constante de 1/6.
- γ : equilibrio con sistema de pensiones por reparto introducido en el periodo 0 y suprimido sin compensación en el periodo 3.
- δ : equilibrio con sistema de pensiones por reparto introducido en el periodo 0 y suprimido en el periodo 3 con compensación financiada por una deuda pública.

Estos perfiles se presentan en el Gráfico 1. Se notará que los perfiles b y d son idénticos y que ninguno de estos perfiles es Pareto superior. En otros

GRÁFICO 1
PERFILES DE UTILIDAD GENERACIONAL



términos, la capitalización con compensación es idéntica al reparto y, la capitalización sin compensación, daña a la generación de transición.

¿Es decir que todos los autores, comenzando por los economistas del Banco Mundial y del NBER⁴, que nos prometen importantes ganancias del cambio a la capitalización, se equivocan? No realmente, pues lo que hacen es modificar las reglas del juego *a posteriori*. Dos tendencias se desprenden de la literatura. La primera consiste en revisar la regla de distribución y la segunda consiste en liberar los nuevos recursos corrigiendo las distorsiones existentes.

Si el cambio a la capitalización está acompañado por una individualización de los derechos a la pensión, lo que se producirá en el caso de la privatización del sistema de pensiones, la estructura de incentivos de la economía se modificará. Hoy día los trabajadores consideran que una parte, sino la totalidad, de sus contribuciones al sistema de pensiones es una deducción

4. Feldstein y Samwich (1996) y Kotlikoff (1996).

obligatoria que desincentiva el esfuerzo y la inversión. Si el sistema de pensiones fuera individualizado, si cada uno tuviera la convicción que aquello que pone como aportación está puesto a su cuenta individual y que al momento de la jubilación, se le pagará íntegramente este ahorro más los intereses, la distorsión fiscal desaparecerá. Otro efecto de esta modificación es un aumento de la tasa de ahorro y sin duda de la participación en el riesgo.

Pero hay un aspecto negativo en esta reforma a saber, lo que ocurre con la distribución de los ingresos. Hoy día la tasa de pobreza en las personas mayores es baja; baja con respecto a las otras edades, y baja con respecto a cómo era hace algunos decenios. Esta situación es debida a la fuerte perecuación ejercida por el sistema de pensiones con, en particular, diversos límites tales como el mínimo de vejez. Una individualización parcial, *a fortiori* generalizada, del sistema de pensiones debería suprimir esta acción redistributiva y conducir a un rápido aumento del número de pobres entre las personas mayores.

La segunda tendencia reagrupa un conjunto de trabajos dirigidos a mostrar que el paso a la capitalización puede hacerse sin perjudicar a ninguna categoría social. En otras palabras, se mantiene la regla de distribución existente y se logra nada menos que financiar la transición. Esto puede hacerse porque en la partida existen distorsiones de asignación que, corregidas, permiten obtener recursos adicionales. Se puede distinguir tres tipos de distorsión.

La primera es aquella a la cual ya se ha hecho alusión; viene del efecto que una aportación pagada sobre los salarios puede tener en la elección consumo-recreación. El cambio a la capitalización suprimiría esta distorsión (porque cuando aportan a un sistema con capitalización, los agentes ven a través del velo bursátil). Es ésta una hipótesis muy fuerte, y se supone al mismo tiempo que la regla de distribución permanece sin cambio.

La segunda distorsión reposa en una idea tomada de la teoría del crecimiento endógeno: los agentes no ahorrarán suficiente porque ellos no perciben el efecto directo de sus ahorros sobre su consumo futuro y no se dan cuenta del efecto indirecto que el conjunto del ahorro nacional puede tener sobre el nivel de la tecnología. Estimulando el ahorro por capitalización la economía crecerá rápidamente y permitirá acumular suficientes recursos para financiar la transición. La respuesta que se puede aportar a esta formulación

es que es posible estimular el ahorro mientras se mantiene el sistema de pensiones por reparto. En otros términos, la reforma del sistema de pensiones y aquella del sistema fiscal son ortogonales⁵.

En fin, algunos economistas piensan que el reparto no permite a los hogares de bajos ingresos beneficiarse de los altos rendimientos que ofrecen los mercados financieros. La capitalización permitirá entonces a estos hogares obtener por su ahorro de jubilación no solamente tasas de interés más elevadas que la tasa de crecimiento de la economía, sino tasas de rendimiento más elevadas incluso que las que ofrece el mercado bursátil. Discutiremos este argumento.

3. FONDOS DE PENSIÓN Y MERCADO BURSÁTIL

En los Estados Unidos, uno de los temas más candentes del debate actual sobre el futuro del sistema de pensiones concierne la estructura de los activos del fondo público de pensiones, el *Social Security Trust Fund*, esta reserva acumulada a través del tiempo en previsión de los años de *vacas flacas*. Se propone invertir una parte de estos fondos y una pequeña fracción de las aportaciones al sistema público en el mercado bursátil. Una de las principales motivaciones para recurrir al mercado bursátil reside en el famoso *puzzle* que ha sido mencionado más arriba: el rendimiento de las acciones sería netamente más elevado que aquél de los bonos, incluso después de haber deducido la prima de riesgo.

El problema que plantea esta paradoja bursátil es que si la diferencia de rendimiento no puede ser explicada, no es posible una discusión rigurosa. En efecto, ¿porqué los agentes económicos, los inversores, de quien se nos dice son perfectamente racionales y operan en los mercados eficientes no procederían a los arbitrajes deseados? Nosotros preferimos plantear la hipótesis que la diferencia de rendimientos entre activos riesgosos y activos seguros encuentra su explicación en una aversión al riesgo o una volatilidad financiera que no se tiene suficientemente en cuenta⁶.

5. Ver Belan y Pestieau (1998).

6. Cochrane (1997).

En estas condiciones, supongamos que el sistema de pensiones sea enteramente de capitalización. Como ya lo hemos visto en la sección precedente, tal sistema es equivalente al sistema basado en el reparto si la regla de perecuación de las pensiones no es cambiada y una deuda es emitida para financiar las pensiones de la generación de transición. Mostraremos que si ningún agente es sometido a restricción en su elección de portafolio, y si la regla de perecuación es constante, invertir el fondo público de pensiones en el mercado bursátil no hace ninguna diferencia.

Consideramos nuevamente un modelo de dos períodos⁷. En el primer período, los agentes trabajan y ahorran. Ellos colocan sus ahorros en bonos del Estado o en acciones privadas. Los bonos son utilizados para el financiamiento de bienes públicos. Las acciones corresponden al capital del período siguiente. El Estado recolecta las aportaciones con la promesa de pagar las pensiones en el segundo período. Estas aportaciones son al principio puestas en bonos, de suerte que las pensiones son seguras. En el segundo período, la producción es sometida a un riesgo sistemático (macroeconómico). Esto implica que los jubilados recibirán de su ahorro bursátil rendimientos inciertos. En revancha, sus pensiones y los intereses de sus bonos son independientes de este riesgo sistemático. La introducción de tal riesgo es crucial, porque ello implica que ni la administración tributaria, ni la bolsa pueden suprimir las consecuencias desagradables.

Supongamos ahora que el Estado decide invertir una parte de las aportaciones en el mercado bursátil. Nada debería cambiar. Los agentes reducirán sus compras de acciones y aumentarán sus compras de bonos. En consecuencia, el nivel de riesgo macro-económico no cambia; la oferta de bienes públicos no es afectada. En la medida que la regla de perecuación esté dada, no hay ninguna modificación de la distribución intra-generacional de los ingresos.

Pasemos ahora a una situación sin ninguna duda más realista, aquella donde una parte de la población está restringida en su elección de portafolio. Dos tipos de restricciones pueden aparecer. La primera concierne a los hogares que al principio, mientras el sistema público de pensiones es seguro, no

7. Ver Pestieau y Possen (1997).

quieren tomar riesgos. Su única fuente de ingresos en el momento de la jubilación es la pensión del sistema público, pensión que no es muy elevada. Ellos no quieren que ésta presente la menor incertidumbre, incluso si es por alcanzar una pensión promedio más elevada. La segunda restricción concierne a los hogares que tampoco tienen ahorro individual. Sin embargo, ellos quisieran que el sistema público tome mayormente de riesgos a fin de recibir una pensión más elevada, en esperanza matemática.

Por uno y otro tipo de restricción, veamos el efecto de una toma de riesgo más grande del sistema de pensiones. Esta reforma tiene dos efectos: en primer lugar, las pensiones públicas son más riesgosas y en seguida, el abastecimiento del bien público disminuye. El Estado emite menos bonos para financiar el bien público, en seguida, y las pensiones más adelante; ahora bien, los individuos obligados no pueden compensar esta baja comprando bonos individualmente puesto que ellos están constreñidos. Se puede, desde luego, afirmar que introducir la incertidumbre bursátil en el sistema de pensiones disminuye el bienestar de todos si, de una parte, los individuos con restricciones no quieren aumentar el riesgo que toman y si, de otra parte, la oferta de bienes públicos fuera insuficiente. En revancha, si la oferta de bienes públicos fuera netamente suficiente y si los hogares obligados quieren al principio correr el riesgo, una reforma tal del sistema de pensiones será de beneficio para todos.

Son éstas las condiciones suficientes. Queda una zona de sombra donde visiblemente hay ganadores y perdedores. Claramente, se adivina que los partidarios de una participación del sistema de pensiones en el mercado bursátil piensan que los bienes públicos son excedentarios y que los hogares con restricciones desean beneficiarse del "maná" bursátil. En realidad, los dos tipos de restricciones existen. Algunos hogares, a menudo los más pobres, no quieren tomar ningún riesgo; las consecuencias de una crisis financiera les sería intolerable. Otros, pertenecientes sobre todo a la clase media, están tentados por lo que se califica a veces de accionariado popular. Una toma de riesgo aumentado les atraería. En cuanto a la oferta de bienes públicos, ¿es ésta excedentaria o insuficiente? Es ésta una cuestión que llama a respuestas diferentes según los sectores considerados y las ponderaciones sociales. Lo que es evidente es que no es verosímil que una participación de los sistemas de pensiones en el capital de riesgo pueda hacerse por unanimidad.

4. CONCLUSIÓN

En este artículo hemos mostrado que, bajo ciertas condiciones, pasar de la repartición a la capitalización y modificar el portafolio de los fondos de pensión eran neutros. Esto no es muy sorprendente ya que estas condiciones implican que la redistribución inter- e intra-generacional no sea cambiada y que el portafolio de los agentes no sea restringido. Desde que se abandona una de estas hipótesis, hay ganadores pero también perdedores. Es importante que se tome esto en cuenta. Muy a menudo, los que sostienen las reformas radicales del sistema de pensiones no subrayan sino los buenos lados de ésta.

Nos parece importante introducir la capitalización y el capital de riesgo en los pilares complementarios de este sistema de pensiones que, si no se hace nada, va a la catástrofe. Pero en cambio, es necesario que el primer pilar, en el que el financiamiento debería continuar a basarse en el principio de la repartición, pueda garantizar a todos una pensión “decente” e independiente de los riesgos financieros⁸. En efecto, se ha podido mostrar que el *statu quo* tendría consecuencias desastrosas en los hogares que reciben pequeñas pensiones. Si no se hace nada y si las tasas de aportación no pueden ser aumentadas, competición fiscal obliga, el monto de todas las pensiones se erosionará, las más pequeñas caerán al término debajo del nivel de pobreza. Para salir de este *impasse*, hay que reducir la edad de la jubilación pero también modificar la regla que liga pensiones y aportaciones y hacerla más redistributiva. En cambio, los hogares de ingresos medios y superiores se adherirán a sistemas de pensiones complementarios fundados en la capitalización.

REFERENCIAS

- BELAN, P, PH. MICHEL y PESTIEAU, P.
1996 “Pareto-improving social security reform with endogenous growth”, *CORE Discussion Paper* N° 9670.
- BELAN, P. y PESTIEAU, P.
1998 “Privatisation des systèmes de retraite: une évaluation critique”, en *Actualité Economique*.

8. Ver en este punto Pestieau (1997).

COCHRANE, J.

1997

"Where is the market going? Uncertain facts and novel theories", *NBER Working Paper* N° 6207.

FELDSTEIN, A. y SAMWICK, A.

1996

"The transition path in privatizing social security", en M. Feldstein (ed.), *Privatizing Social Security*. Chicago University Press.

GRAMLICH, N.

1996

"Different approaches for dealing with social security", en *The Journal of Economic Perspectives*, 10, 55-66.

KOTLIKOFF, L.

1996

"Simulating the privatization of social security in general equilibrium", en M. Feldstein (ed.), *Privatizing Social Security*. Chicago University Press.

PESTIEAU, P. y POSSEN, U.

1997

Investing social security in the equity market. Does it make a difference? Mimeo.

PESTIEAU, P.

1997

Prévoyance individuelle et prévoyance sociale, en Liber Amicorum R. Dillemans, Kluwer.

WORLD BANK

1994

Averting the old age crisis. Oxford. Oxford University Press.