

# Rentas vitalicias

Regular la retirada de fondos de cuentas individuales de retiro

Una pensión, para la mayoría de las personas, implica un pago regular a partir de una edad determinada, como puede ser el retiro, hasta la muerte. Las cuentas individuales de retiro son un medio para los ahorros de retiro, pero no constituyen una pensión en el sentido convencional de la palabra hasta que se convierten en una “renta vitalicia”. Qué monto y qué tipo de renta vitalicia deberían ser obligatorios son cuestiones clave de las políticas a las que han de enfrentarse los reformadores.

## El valor de las rentas vitalicias

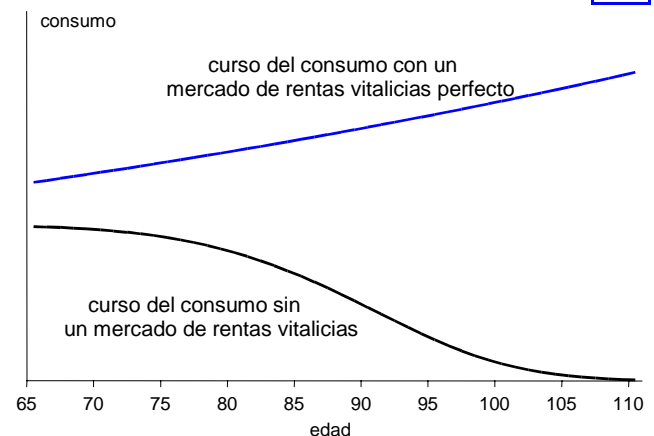
Los economistas creen que las rentas vitalicias pueden mejorar la situación económica de las personas. La suposición es sencilla. La esperanza de vida es normalmente incierta, de manera que la gente tendría que gastar lentamente el dinero acumulado tras el retiro para asegurarse unos ingresos adecuados en caso de vivir durante largo tiempo. Este tipo de auto seguro resulta costoso, puesto que aumenta las posibilidades de que las personas consuman menos de lo que podrían haberlo hecho si supieran cuándo iban a morir. Este coste se puede reducir con las rentas vitalicias, que acumulan el riesgo de todos los individuos.

Una renta vitalicia es un tipo de seguro contra el riesgo de agotar los ahorros en la vejez. El beneficio de este “seguro de longevidad” depende

de lo conservadora que sea la gente. Los individuos más precavidos gastarían una menor cantidad de sus ahorros en los primeros años de retiro si no existieran las rentas vitalicias, puesto que pretenderían evitar cualquier posibilidad de quedarse sin dinero hacia el final de sus vidas. El beneficio también depende de las tasas de interés, la esperanza de vida y cuánto puede planificar la gente a largo plazo. Con unas suposiciones razonables sobre cada una de estas variables, se ha estimado que una renta vitalicia supone entre el 50 y el 100% de la riqueza a la edad de 65 años.

Las rentas vitalicias pueden aumentar el bienestar

1



Este informe forma parte del “Pension Reform Primer” del Banco Mundial: un recurso exhaustivo y actualizado para las personas que diseñan e implementan reformas de los sistemas de pensiones en todo el mundo. Para obtener más información, póngase en contacto con Seguridad Social, Red sobre Desarrollo Humano, Banco Mundial, 1818 H Street NW, Washington, D.C. 20433; EE.UU. teléfono: +1 202 458 5267; fax: +1 202 614 0471; e-mail: [socialprotection@worldbank.org](mailto:socialprotection@worldbank.org). Todo el material relativo al “Pension Reform Primer” está disponible en internet en la dirección [www.worldbank.org/pensions](http://www.worldbank.org/pensions)

## Demanda de las rentas vitalicias

Con estas impresionantes magnitudes, lo lógico sería esperar que hubiera una demanda importante de rentas vitalicias. Pero, de hecho, la demanda real es bastante limitada. Esto ocurre porque la decisión de adquirir una renta vitalicia se ve afectada por los costes operativos, las imperfecciones del mercado y otros factores que no se han considerado anteriormente. Es importante entender estas razones cuando se piensa en cómo deberán intervenir los gobiernos en la fase de retirada de beneficios de un sistema de cuentas individuales.

## La selección adversa

Una posible explicación de la escasa demanda de rentas vitalicias es un fallo de mercado conocido como “selección adversa”. La posibilidad de una selección adversa se utiliza a menudo para justificar la intervención del gobierno en los mercados de rentas vitalicias.

Se puede producir una selección adversa cuando las personas saben alguna cosa sobre su riesgo de mortalidad que para los proveedores de rentas vitalicias resulta costoso o imposible de descubrir. Esta asimetría de información significa que las personas con una mayor mortalidad podrían esperar salir perdiendo al adquirir una renta vitalicia. La esperanza media de vida de los pensionistas con una renta vitalicia está aumentando, por lo que los proveedores han de incrementar el precio. Esto hace que todavía más gente salga del mercado. El mercado falla porque algunas personas no pueden adquirir una renta vitalicia a un precio justo.

Varios estudios han documentado que los precios de las rentas vitalicias son bastante más altos que los que se cobrarían si las compañías de seguros basaran sus cálculos en las tasas de interés relevantes y la mortalidad estimada de la población. En otras palabras, que los precios de las rentas vitalicias no eran “actuarialmente justos”. Dependiendo de la tasa de actualización aplicada, la prima pagada por los pensionistas con una renta vitalicia en el Reino Unido y los Estados Unidos se encontraba normalmente entre el 7 y el 15%. Estos datos, combinados con la observación de que los

pensionistas con una renta vitalicia viven más que la población general, apoya la explicación de los fallos de mercado.

## Otros factores que reducen la demanda

Pero existen muchas otras explicaciones potenciales para el escaso desarrollo de los mercados de rentas vitalicias. Éstas se pueden englobar en dos categorías: los factores que reducen la conveniencia de un seguro de longevidad o los medios para proporcionar una alternativa viable a los productos financieros de rentas vitalicias que se ofrecen en el mercado.

Comenzamos con los *legados*. Las rentas vitalicias normales, por definición, se acaban cuando la persona fallece. Pero, con frecuencia, las personas desean dejar parte de su dinero a su familia o incluso a la caridad. Además de preocuparse por el bienestar de su familia, los legados se pueden utilizar para animar a los parientes a que les cuiden en la vejez a cambio de la promesa de la herencia. Los legados, ya sean estratégicos o altruistas, pueden reducir la utilidad de las rentas vitalicias.

Los *ahorros preventivos* también reducen la demanda de rentas vitalicias. Una emergencia médica repentina requiere una liquidez y una flexibilidad que resultan imposibles si el dinero está totalmente anualizado. Si no existe un seguro médico, este motivo puede suponer un gran freno para adquirir una renta vitalicia.

Existen al menos dos sustitutos importantes para las rentas vitalicias adquiridas a aseguradoras privadas. La primera es una *pensión pública*. En el Reino Unido y los Estados Unidos, más de la mitad de la riqueza familiar media se tiene en forma de una pensión pública. Esta proporción es incluso mayor en países con unas prestaciones más generosas como Francia, Alemania e Italia.

El segundo sustituto, la *familia*, se puede describir como un mercado de rentas vitalicias “incompleto”. En teoría, incluso una pequeña unidad familiar puede tomar medidas no estructuradas que pueden proporcionar casi tanto beneficio como al adquirir una renta vitalicia.

Las ventajas de mantenerlo en la familia incluyen unos reducidos costes operativos y de supervisión. Y, dependiendo de las sanciones sociales que sean posibles, los mecanismos de ejecución en este mercado no estructurado pueden ser muy eficaces. Las simulaciones han demostrado que las medidas dentro de la familia pueden generar hasta tres cuartas partes de las ganancias en bienestar de un mercado de rentas vitalicias actuarialmente justo.

Los estudios empíricos no han encontrado muchos datos de transferencias en familias que se ajusten a este modelo. Pero esto resulta bastante sorprendente: los estudios se han enfocado en países industrializados con una amplia provisión de rentas vitalicias tanto pública como privada. En contraste, la provisión dentro de la familia puede ser importante en sociedades tradicionales y comunidades rurales. En estos lugares, los costes operativos de adquirir rentas vitalicias son más altos, mientras que los contratos no estructurados son una práctica común.

En el diseño de las normas de las prestaciones en un sistema de pensiones de contribución definida hay que tener en cuenta el deseo de disponer de activos líquidos o de un dinero que se pueda legar y la existencia de sustitutos para las rentas vitalicias privadas. Además, habría que considerar los costes operativos y el estado del sector de los seguros (incluyendo la capacidad reguladora).

### ¿Por qué limitar la retirada de fondos?

El hecho de que pocas personas adquieran rentas vitalicias de forma voluntaria supone un reto para las reformas que dependen de esquemas de contribución definida. Para reducir la pobreza entre las personas mayores y proporcionar un grado razonable de reemplazo de los ingresos en el retiro, puede garantizarse la intervención del gobierno.

La reserva obligatoria para disponer de unos ingresos en la vejez suele justificarse por dos razones. En primer lugar, el paternalismo. Las personas no tienen visión de futuro y, si se permite que se las arreglen solas, no ahorrarán lo suficiente. Es posible que otros miren hacia adelante, pero

pueden carecer de la información necesaria para realizar unas elecciones sensatas para sus ahorros. Segundo, existe el fenómeno que los economistas llaman “riesgo moral”. Las personas no ahorrarán lo suficiente si esperan que el gobierno las salve en la vejez. Y los gobiernos de muchos países no pueden comprometerse con credibilidad a no dejar en la miseria a los pensionistas.

Estos mismos argumentos se aplican a la retirada de fondos en sistemas de ahorro para el retiro. Las personas sin visión de futuro podrían gastar sus ahorros muy pronto tras el retiro. Y los mecanismos sociales de seguridad animan incluso a los que miran hacia adelante con respecto al gasto a que utilicen su dinero y luego dependan del apoyo gubernamental. La falta de información, sobre la inflación o la esperanza de vida, por ejemplo, también pueden hacer que la gente tome decisiones de las que luego se arrepienta.

### Rentas vitalicias obligatorias

El obligar a las personas a convertir todos sus ahorros para el retiro en una renta vitalicia es una solución obvia para el problema de la falta de visión y de información y el riesgo moral. También parece una respuesta sensata a la posibilidad de la “selección adversa” mencionada anteriormente.

Pero ya hemos señalado varias razones por las que la gente puede no encontrar atractivas las rentas vitalicias, aunque sean muy precavidos. Las rentas vitalicias obligatorias podrían reducir el bienestar de estas personas, por ejemplo, evitando que dejen dinero a sus hijos. Además, los objetivos de la política pública se pueden conseguir sin exigir una anualización de todo el dinero.

### Niveles mínimos de la renta vitalicia

Las tensiones entre las preferencias individuales y los objetivos de la política pública señalan la necesidad de alcanzar un delicado equilibrio frente a la obligación general de anualizar los ahorros. Este equilibrio será diferente en cada país, pero un punto de partida sensato es solicitar a la gente que suscriba una renta vitalicia de un nivel mínimo. Nadie quedará en la miseria a causa de la falta de

visión. Y, si el mínimo se establece por encima de los mecanismos sociales de seguridad, se reduce el problema del riesgo moral.

Resulta aconsejable una diferencia entre los mecanismos sociales de seguridad y la renta vitalicia mínima por dos razones. En primer lugar, la red de la seguridad social podría aumentar más rápidamente las prestaciones a sus afiliados (por los ingresos, por ejemplo) que la renta vitalicia. De esta forma, tras un largo periodo de retiro, la renta vitalicia podría quedar por debajo de la red de la seguridad social.

Segundo, los dispositivos sociales de seguridad suelen establecerse a un nivel mucho menor del que constituiría una tasa de reemplazo razonable para un trabajador con un salario medio. A las personas con un nivel adecuado de ahorros acumulados para el retiro no se les debería permitir, por la falta de visión, derrochar su dinero y luego descender al nivel de los dispositivos sociales de seguridad. Otra forma de evitar esta situación es establecer obligatoriamente no sólo el nivel mínimo de la renta vitalicia, sino también una tasa de reemplazo mínima basada en los propios ingresos del trabajador antes del retiro. Naturalmente, cuanto mayor sea la tasa de reemplazo obligatoria, mayor será la probabilidad de que determinados individuos mantengan, según su punto de vista, demasiado dinero en forma de una renta vitalicia.

Finalmente, al establecer la renta vitalicia mínima de forma obligatoria, los responsables de la formulación de políticas deben tener en cuenta los intereses de las personas que dependen de los participantes en el esquema. Las viudas tienden a ser más pobres que el resto de las personas mayores y las mujeres tienden a vivir más que los hombres. Si las personas sólo pueden vincular su Renta vitalicia a su propia vida, entonces el gobierno podría tener que ayudar a muchas esposas supervivientes. Los problemas de la falta de visión y el riesgo moral sugieren que se debería exigir al menos una renta vitalicia mínima para los supervivientes. Por supuesto, el flujo de ingresos necesario para mantener el nivel de vida no ha de ser tan alto como cuando ambos esposos estaban vivos.

## Indización

El objetivo de las rentas vitalicias obligatorias se verá socavado si el poder adquisitivo del pago se reduce con el tiempo. Incluso unos niveles bajos de inflación pueden afectar enormemente a los niveles de vida. Por ejemplo, una inflación del 2,5%, en 25 años casi habría reducido a la mitad el valor de una renta vitalicia estable (no indizada).

Las rentas vitalicias indizadas según la inflación no son comunes. Incluso cuando se encuentran ampliamente disponibles, como es el caso del Reino Unido, la acogida es muy baja. Esto sugiere otro tipo de falta de visión: la gente no es consciente de los efectos a largo plazo de la inflación en sus prestaciones. En términos económicos, funciona la "ilusión monetaria". Por tanto, se debería exigir una protección contra la inflación por lo menos para las Rentas vitalicias obligatorias y, quizás, para todos los productos financieros de rentas vitalicias.

Para que las aseguradoras privadas puedan ofrecer una protección contra la inflación, el gobierno probablemente necesitará emitir bonos públicos indizados. Éstos permiten a los proveedores de rentas vitalicias asegurar sus obligaciones. Pero los ministros de economía se han opuesto a menudo a los bonos indizados porque legitiman la inflación y las expectativas inflacionarias. Según su argumento, si las personas están protegidas de los efectos adversos de la inflación, serán reacias a apoyar programas complicados de estabilización macroeconómica.

Por supuesto, las preocupaciones macroeconómicas más amplias deben tener prioridad sobre los intereses más limitados del sistema de ingresos de retiro. Pero, una vez que se eliminan las expectativas de una inflación permanentemente alta, existen formas más eficaces de asegurar la credibilidad, como puede ser un banco central independiente.

## Disposición de fondos y opciones de las rentas vitalicias

La disposición de fondos es una forma alternativa de espaciar en el tiempo los ahorros acumulados

para el retiro. En vez de adquirir una Renta vitalicia, un individuo retira su saldo según una fórmula preestablecida que tiene en cuenta la esperanza media de vida y la tasa de interés. El principal problema de la disposición de fondos es el riesgo de que las personas sobrevivan a sus recursos. Una opción de disposición de fondos también podría exacerbar la selección adversa: las personas con una menor esperanza de vida pueden salir del mercado de rentas vitalicias.

Las retiradas de fondos programadas resultan útiles para personas que deseen participar en la rentabilidad de las inversiones (y los riesgos) del proveedor. En contraste, un contrato normal de una renta vitalicia se basa implícitamente en una tasa de rendimiento fija. Puesto que las compañías de seguros asumen todo el riesgo, la tasa de interés implícita suele estar más cerca de los beneficios sobre los bonos del Estado con una duración similar.

Un producto alternativo es una Renta vitalicia variable. Se trata también de un contrato irrevocable, pero el comprador participa en el riesgo y la rentabilidad de invertir el fondo. Si la rentabilidad es baja, se pueden reducir los pagos futuros (y viceversa). En Argentina, por ejemplo, las rentas vitalicias deben generar al menos un 4% de la tasa de rentabilidad nominal. Por encima de ese nivel, los compradores y vendedores de Rentas vitalicias pueden acceder a dividir los beneficios de la forma que acuerden.

Se pueden ofrecer muchas otras variantes que personalizan el nivel y la duración del flujo de ingresos de la renta vitalicia y los riesgos asociados. Algunos contratos permiten un periodo de pagos fijo, por ejemplo 20 años, incluso si el pensionista con una renta vitalicia muere antes de que finalice el periodo. Algunas Rentas vitalicias permiten un aplazamiento de los pagos durante varios años. La protección de una inflación limitada se puede adquirir con un coste menor que una renta vitalicia totalmente indizada. Se pueden imaginar un número infinito de combinaciones.

### Momento de la retirada de fondos

El valor de los ahorros acumulados para el retiro puede ser volátil, dependiendo de cómo se inviertan los fondos. Las tasas de renta vitalicia también varían con el tiempo junto a las tasas de interés a largo plazo. Por ejemplo, en el Reino Unido, una renta vitalicia para un hombre de 65 años se redujo de un 15% del fondo en 1990 a aproximadamente el 10% en 1998.

Las variaciones en el valor de los fondos y las tasas de renta vitalicia significan que el momento en el que los ahorros para el retiro se convierten en una renta vitalicia puede tener unos efectos importantes en los ingresos de la pensión. De esta forma, si se obliga a la gente a cambiar a una renta vitalicia a una edad establecida con derecho a jubilación, saldrán perdiendo si coincide, por ejemplo, con una caída del mercado de valores. Este “riesgo del momento” puede reducirse permitiendo a las personas escoger cuándo anualizar disponiendo mientras de los ahorros de retiro. Pero incluso los profesionales se equivocan al predecir las tendencias del mercado de valores y las tasas de interés.

Existe una solución mejor para el problema del riesgo del momento. Se puede pensar en la anualización como un cambio único de cartera, de una amplia gama de inversiones a una cartera limitada: las inversiones de la aseguradora que respaldan la renta vitalicia, principalmente en bonos. Las rentas vitalicias variables se basan en una cartera más amplia. La aseguradora invierte en una serie de activos y el pago de la renta vitalicia se ajusta para reflejar su valor. Esto evita la necesidad del cambio a una cartera asociado al riesgo del momento. Las rentas vitalicias variables también son una mejor forma de proporcionar la flexibilidad de las inversiones conseguida mediante la disposición de fondos.

### Experiencia internacional anterior

Sólo dos de los países con cuentas individuales obligatorias, Australia y Hong Kong, permiten a los participantes el acceso al saldo completo del

fondo cuando se retiran. Los australianos suelen retirar un pago global en el momento del retiro. (Lo que sucede después es complicado por la presencia de un programa público de pensiones analizado según los ingresos y los activos). Hong Kong no comenzará a recaudar las contribuciones obligatorias hasta finales de 2000, de manera que todavía no existe experiencia en la retirada de fondos.

Otra docena de países con esquemas de cuentas individuales restringen la retirada de fondos de una u otra forma. En el Reino Unido, por ejemplo, las personas pueden retirar un monto total de hasta un cuarto de su fondo de pensiones acumulado. Pueden disponer gradualmente del resto del fondo tras su retiro, pero han de adquirir una renta vitalicia con el dinero restante a los 75 años como máximo. Suecia forzará a las personas a adquirir rentas vitalicias con sus fondos de pensiones obligatorios. Es el único país en el que el gobierno proporciona todas las rentas vitalicias. Los nuevos esquemas de Hungría y Polonia también exigen la anualización, pero con aseguradoras privadas.

Los esquemas latinoamericanos fomentan mucho las rentas vitalicias, pero la mayoría permiten retiradas de fondos programadas. En Chile, aproximadamente la mitad del cuarto de millón de pensionistas del nuevo esquema privado han optado por algún tipo de renta vitalicia.

### Regulaciones

Una vez que se ha tomado la decisión de restringir la retirada de fondos, surgen una serie de difíciles elecciones en cuestión de regulación. Algunas ya se han mencionado. Por ejemplo, ¿cuáles son los tipos específicos de rentas vitalicias que se permiten y quién puede ofrecerlas? ¿Cuál es la renta vitalicia mínima que debe adquirir el trabajador que se retire? Las normas que rigen la determinación de los precios y la forma en la que se venden estos complejos productos conllevan unas regulaciones adicionales. Finalmente, pueden existir garantías implícitas o explícitas que quizás necesiten más normas y un proceso para supervisarlas.

La decisión más básica es el nivel de rentabilidad por debajo del cual se aplicarán restricciones. En

América Latina, el nivel mínimo de la renta vitalicia se suele establecer teniendo en cuenta los ingresos del trabajador antes del retiro y un mínimo absoluto determinado por el gobierno. Por ejemplo, los trabajadores en Argentina, Perú y Chile tienen la opción de retirar un monto global si el resto del balance les permite adquirir una renta vitalicia que proporcione una tasa de reemplazo del 70%.

En Chile, el mínimo se determina según una fórmula que establece que, si el individuo puede adquirir una renta vitalicia con un valor igual o mayor que 1,2 veces la pensión mínima o un 70% de la tasa de reemplazo de los ingresos reales medios de los cinco años anteriores, el resto del saldo se puede retirar en forma de un monto global. Puesto que el límite de los ingresos imponibles es dos veces el salario medio, esto significa que la renta vitalicia obligatoria más elevada es el 140% del salario medio. Este tipo de norma también proporciona flexibilidad en cuanto a la edad de retiro.

### Proveedores de rentas vitalicias

Durante la fase de acumulación, algunos países con cuentas individuales han confiado en instituciones especializadas. Esto ha ocurrido en todas las reformas latinoamericanas y también es el caso de Hungría y Polonia. En contraste, a excepción de Argentina y quizás Polonia, la mayoría de estos sistemas permiten adquirir las rentas vitalicias a compañías normales de seguros de vida y no sólo a empresas especializadas.

El problema de exigir el uso de instituciones especializadas es que aumentan los requisitos de poseer un capital aparte, así como los costes de personal y otros costes de funcionamiento. Esto puede limitar la competencia y, probablemente, tenga como resultado unos mayores costes operativos para los pensionistas con una renta vitalicia. Por otro lado, los proveedores más débiles podrían incumplir los pagos y dar lugar a unas costosas garantías. Una solución equilibrada es permitir que participen las compañías de seguros de vida, pero exigiendo unas normas más estrictas para la adquisición de una licencia para vender rentas vitalicias en el sistema obligatorio.

## Regulación de los precios de las rentas vitalicias

Los proveedores de rentas vitalicias pueden ofrecer distintos precios para éstas según las características individuales relacionadas con la esperanza de vida. El sexo, el estado civil, los ingresos y la longevidad de los padres son atributos que afectan al riesgo de mortalidad de las personas. Si las aseguradoras no tienen en cuenta la información disponible, los competidores podrían superarles ofreciendo mejores condiciones para mejores riesgos. Se enfrentarían a sus propios efectos individuales de la selección adversa.

Sin embargo, las diferencias en la determinación de los precios de las rentas vitalicias pueden plantear importantes cuestiones de la política pública. Por ejemplo, el pago de una menor renta vitalicia a una mujer que a un hombre con el mismo fondo acumulado para el retiro es correcto actuarialmente. Aunque la gente es consciente de que las mujeres viven más de media, los gobiernos suelen exigir a las aseguradoras que ofrezcan tasas de renta vitalicia unisex. La redistribución de hombres a mujeres que esto implica se justifica como una forma de evitar la percepción de discriminación cuando las mujeres reciben menores tasas de renta vitalicia. Otras cuestiones pueden ser todavía más importantes en el futuro. Por ejemplo, la utilización de información médica privada y el potencial de las pruebas genéticas son fuentes clave de información sobre la longevidad que resultarán más fáciles de obtener en las próximas décadas.

En la práctica, la mayoría de los países con esquemas de cuentas individuales imponen estrictas regulaciones sobre la forma en la que se calculan y se venden las rentas vitalicias. Los gobiernos determinan unas expectativas de supervivencia específicas de la edad utilizadas en estos cálculos. Éstas pueden ser diferentes de los datos nacionales sobre mortalidad, como es el caso de Argentina, Chile, Colombia y Perú, donde se aprobaron tablas especiales. Estas tablas muestran unas tasas de mortalidad bastante más bajas que las de las tablas basadas en la población. La diferencia persiste incluso cuando se comparan con la mortalidad estimada, que va desde aproxima-

damente el 3% en Argentina hasta casi el 14% en Perú. La falta de datos fiables sobre la mortalidad de los pensionistas potenciales con una renta vitalicia plantea un reto importante a los proveedores de rentas vitalicias y a las autoridades supervisoras.

Los tipos de interés utilizados para calcular las rentas vitalicias también están regulados en América Latina. En Argentina, las compañías de seguros han de utilizar una tasa nominal del 4% para las reservas y la determinación de precios. En Chile, las reservas tuvieron que descontarse a un 3% real anual hasta 1988. Desde entonces, se descuentan con la tasa a largo plazo sobre los activos subyacentes. La situación es similar en Perú y Colombia, con un tipo de interés fijo del 4% para las reservas en Colombia y del 3% en Perú. El tipo utilizado para calcular la renta vitalicia no está estipulado. Suele rondar el 4% en Colombia y casi el 6% en Perú.

La Figura 2 compara el pago mensual que se podría adquirir con \$100.000 en Australia, Canadá, el Reino Unido y los Estados Unidos con las cifras de cuatro países latinoamericanos. Los datos provienen de distintas fuentes, pero se refieren al mismo tipo de individuo y de renta vitalicia. En los cuatro casos, en la parte inferior de la gráfica aparece la renta vitalicia indexada según el precio. Las cinco barras de la parte superior se refieren a rentas vitalicias nominales. Hay que tener en cuenta que la renta vitalicia Argentina permite al titular participar en la rentabilidad que supere el cuatro por ciento.

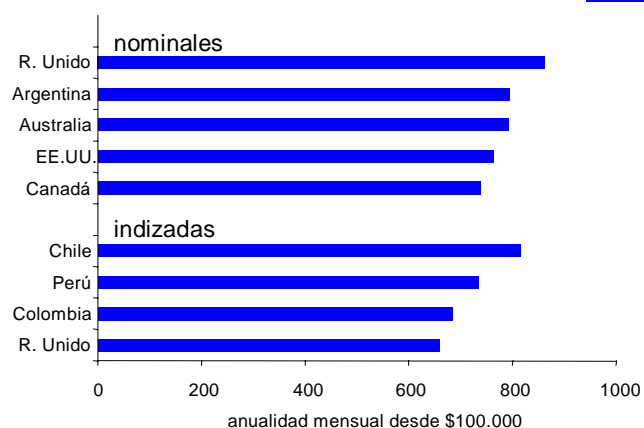
El pago de una renta vitalicia nominal se encuentra entre \$700 y \$880 al mes. Las rentas vitalicias indexadas según la inflación van desde aproximadamente \$620 en el Reino Unido a casi \$820 en Chile. Resulta interesante que la renta vitalicia indexada en el Reino Unido pague una cantidad mucho menor que los productos latinoamericanos indexados: el 60% menos que en Chile. Parte de la explicación es el hecho de que los pensionistas chilenos con una renta vitalicia tienen una esperanza de vida un cinco por ciento menor que la de sus homólogos (voluntarios) en el Reino Unido. Las tasas de interés reales también son mayores en Chile. Por desgracia, como la

esperanza de vida de los pensionistas con una renta vitalicia, las tasas de interés e incluso la competitividad de la industria varían, estas cifras no nos dicen si estos montos se aproximan a lo que es proporcionar una renta vitalicia justa.

Esto requiere una estimación del “valor del dinero” de las rentas vitalicias vendidas. Una medida muy utilizada es el índice entre el precio de una renta vitalicia justa y el precio del mercado. Distintos estudios han medido el índice del valor del dinero en el Reino Unido y los Estados Unidos. Los resultados normales se encuentran en un rango del 85-90%. Pero esto no mide si son justos los precios de las rentas vitalicias para las personas que las adquieren. Si se utiliza la esperanza de vida de los pensionistas con una renta vitalicia, el índice se acerca mucho al 100%.

Tasas de renta vitalicia en el mundo

2



Pero este cálculo resulta problemático, especialmente en los países en desarrollo. En primer lugar, muchos países no disponen de tablas de mortalidad de los pensionistas con una renta vitalicia o ni siquiera tablas de la vida estimada. Por tanto, hay que suponerlas. Segundo, pocos países tienen mercados de bonos a largo plazo o, si los tienen, éstos no gozan de liquidez. Por tanto, es difícil descontar futuros pagos de rentas vitalicias. Los índices del valor del dinero también ignoran el riesgo de que una aseguradora incumpla el pago, lo que afectaría mucho a las comparaciones entre países. Finalmente, los cálculos del valor del dinero suponen de forma implícita que la mortalidad estimada es cierta. De hecho, los demógrafos han

cometido con frecuencia graves errores al predecir la mortalidad. Si se tiene en cuenta este riesgo, se puede explicar una parte importante de la diferencia entre unos precios “justos” de las rentas vitalicias y los observados.

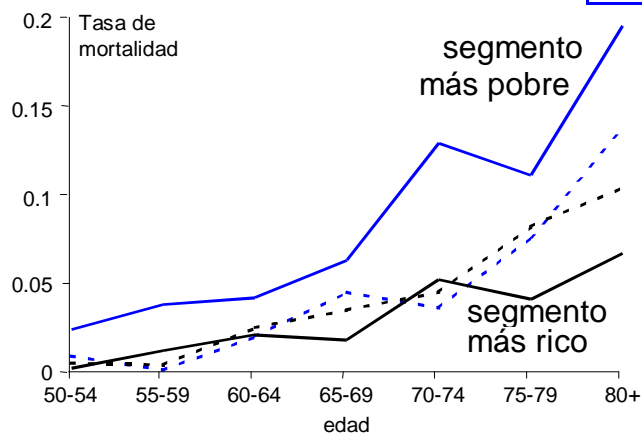
### Mortalidad y riqueza

Quizás la cuestión más importante para determinar el precio de una renta vitalicia sea la posibilidad de una redistribución de los que tienen unos ingresos menores y una riqueza menor permanentes, a los pensionistas con una renta vitalicia y ingresos mayores. Esto ocurre cuando existe una relación positiva entre longevidad y riqueza. De hecho, se trata simplemente de la consecuencia de la redistribución a grupos que sistemáticamente viven más en los esquemas públicos de pensiones. Hay estudios que han descubierto esta redistribución no intencionada en los Países Bajos, Suecia, el Reino Unido y los Estados Unidos.

La Figura 3 muestra la relación entre riqueza y mortalidad en familias de más edad de los Estados Unidos basándose en el Estudio sobre Sanidad y Retiro. Las personas del segmento más pobre de la población tienen cuatro veces más posibilidades de morir en cualquier periodo que el segmento más rico.

Riqueza y mortalidad en EE.UU.

3



Esta relación tiene varias implicaciones importantes para las políticas. En primer lugar, sugiere que, por lo menos, algunas de las diferencias observadas entre las tasas de mortalidad de la población general y de los pensionistas con una renta vitalicia se pueden

explicar por la mayor demanda de rentas vitalicias entre las personas de los segmentos más ricos. Esto pone en duda los datos de la selección adversa y apoya una explicación más simple.

Otra implicación es que las tablas de mortalidad nacional subestiman la longevidad en países con una cobertura parcial del sistema de pensiones porque las personas del sector no estructurado tienden a ser más pobres que la media. Por tanto, es probable que su tasa de mortalidad sea mayor que la de los participantes en el sistema de pensiones.

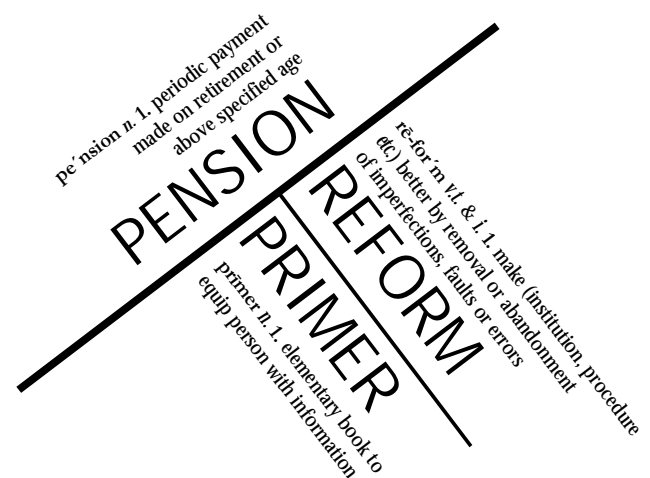
Sin embargo, más importante es la posibilidad de que la anualización obligatoria conlleve una redistribución no intencionada alejada de los trabajadores con ingresos bajos permanentes. Jeffrey Brown, de la Universidad de Harvard, cree que estas transferencias podrían suponer hasta un 20% de los activos de las pensiones para los trabajadores de ingresos bajos en un esquema de cuentas individuales. Pero también sugiere que se pueden reducir estas transferencias permitiendo unos periodos de pago garantizados, opciones para legar el dinero y unas rentas vitalicias conjuntas. Por supuesto, estas opciones suponen unos beneficios más bajos para los pensionistas con una renta vitalicia, puesto que son más costosas que una renta vitalicia normal.

### Transparencia y supervisión

Los esfuerzos por mejorar los conocimientos financieros de los consumidores y regular y supervisar los nuevos sistemas de pensiones han tendido a enfocarse, como es natural, en la fase de acumulación, cuando las cotizaciones y el rendimiento de las inversiones hacen aumentar las cuentas de ahorro para el retiro. En contraste, no se han tenido mucho en cuenta las condiciones del sector de los seguros y el aparato de supervisión necesario para la fase de prestaciones del sistema. Experiencias anteriores, especialmente en América Latina, destacan la necesidad de una mejor información y transparencia en los nuevos mercados de rentas vitalicias. Pueden ser necesarias unas reformas paralelas en el sector de los seguros para asegurar el éxito de la reforma.

### Lecturas adicionales

- Brown, J.R., "Differential mortality and the value of individual account retirement annuities", presentado en el congreso del National Bureau of Economic Research, octubre de 1999.
- Friedman, B.M. y Warshawsky, M.J. (1990), "The cost of annuities: implications for savings behavior and bequests", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, nº 2, pág. 135-154.
- Kotlikoff, L.J. y Spivak, A. (1981), "The family as an incomplete annuities market", *Journal of Political Economy*, vol. 89, nº 2, pág. 372-391.
- Mitchell, O.S., Poterba, J.M., Warshawsky, M.J. y Brown, J.R. (1999), "New evidence on the money's worth of individual annuities", *American Economic Review*.
- Valdés Prieto, S. (1999), "Risk in pensions and annuities: efficient designs", serie Introducción a la reforma de las pensiones, Documento de Discusión sobre Seguridad Social nº 9804, Banco Mundial.
- Walliser, J. (2000), "Regulating withdrawals in individual account systems" serie Introducción a la reforma de las pensiones, Documento de Discusión sobre Seguridad Social nº 0008, Banco Mundial.



## Conclusiones y recomendaciones

- ❑ la regulación de la retirada de fondos en sistemas de pensiones basados en cuentas individuales ha de equilibrar los objetivos de la política pública y las circunstancias individuales
- ❑ las medidas familiares pueden proporcionar gran parte de los beneficios de bienestar de las rentas vitalicias
- ❑ y las preferencias varían, incluyendo el deseo de legar el dinero y tomar precauciones para los gastos médicos
- ❑ al mismo tiempo, la anualización obligatoria protege a los pensionistas del riesgo de la longevidad y reduce las obligaciones del gobierno con los dispositivos sociales de seguridad asegurando que las personas no gasten pronto todos sus ahorros
- ❑ equilibrar estos distintos objetivos significa que no es probable que la anualización obligatoria de todos los ahorros para el retiro sea lo ideal
- ❑ la mejor estrategia es establecer una renta vitalicia mínima indizada con la provisión adecuada para el superviviente, y flexibilidad para los ahorros de retiro restantes