



Tercera edad y mercados financieros

El gobierno como gestor de riesgos

W. Todd Groome, Nicolas Blancher y Parmeshwar Ramlogan

A MEDIDA QUE la generación de la posguerra se acerca a la edad de jubilarse, mayor es la atención que se presta a las implicaciones del envejecimiento de la población sobre los mercados financieros y la estabilidad macroeconómica y financiera. Los gobiernos han tomado conciencia de los peligros para la sostenibilidad fiscal, y la reforma de los sistemas de pensiones y la atención de la salud ha asumido un lugar cada vez más importante en los programas de gobierno. Asimismo, la debilidad financiera de muchos fondos de pensiones ha puesto de relieve la necesidad de obtener más recursos y mejorar las prácticas de gestión de riesgos.

Los mercados financieros pueden resultar muy útiles para la gestión de los riesgos relacionados con la edad, y los gobiernos deben tratar de influir sobre la evolución del mercado en este campo y quizá reconsiderar la distribución de estos riesgos entre los sectores público, privado y los hogares. En ciertos casos, los gobiernos pueden limitarse a proporcionar un marco o influir sobre los participantes en mercados incompletos; en otros, intervenir directamente ofreciendo un nivel mínimo de cobertura de seguros. Los hogares pueden manejar mejor ciertos riesgos, aunque la asignación de más riesgos requeriría medidas adicionales para que pudieran hacerlo. La selección de cualquier combinación de alternativas dependerá de factores culturales y sociales, y de la complejidad y profundidad de las instituciones y de los mercados financieros nacionales y regionales.

Los gobiernos deberán actuar como gestores del riesgo a largo plazo, aplicando estrategias anticipadas e integrales de gestión de riesgos, y, al hacerlo, probablemente se beneficien de un mayor uso de insumos de mercado e instrumentos de gestión de riesgos. Hasta ahora pocos gobiernos han abordado así los desafíos relacionados con el envejecimiento. Sin embargo, dada la atención que, por ejemplo, las agencias de calificación están prestando cada vez más a los aspectos fiscales a largo plazo y los riesgos soberanos concomitantes, y la posibilidad de que se rebaje la calificación si

no se abordan adecuadamente, pronto será preciso que los auditores públicos y legisladores, los medios financieros, las instituciones internacionales y los inversionistas, e incluso los hogares, asignen una mayor urgencia a los desafíos del envejecimiento.

En este artículo se analizan la índole y la magnitud de los desafíos financieros que enfrentan las sociedades en envejecimiento de hoy, la función que podrían desempeñar los mercados financieros y los gobiernos como gestores de los riesgos a largo plazo relacionados con el envejecimiento, aprovechando nuestros estudios para el informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI y para el Grupo de los Diez, y un taller del Grupo de los Veinte sobre demografía y mercados financieros.

Riesgos crecientes a largo plazo

A medida que la población envejece, el tamaño relativo de los pasivos de los fondos de pensiones aumenta, pero el nivel teórico total podría ser muy superior a los niveles reconocidos hasta ahora (gráfico 1). Desde 2000 el impacto adverso del envejecimiento sobre los planes de prestaciones definidas se ha incrementado ante el menor rendimiento de los mercados bursátiles y (un factor aún más importante) las bajas tasas de interés. Muchos planes se han descapitalizado, aunque los coeficientes de capitalización parecen haberse estabilizado en los últimos dos años. Esta creciente presión sobre los planes de prestaciones definidas puede conducir a menores tasas de reemplazo del ingreso jubilatorio y ha acelerado la tendencia hacia los planes de contribuciones definidas y planes híbridos en Estados Unidos, Europa y Japón. No obstante, en estos planes las tasas de contribución tienden a ser menores, y cuando la participación es voluntaria, muchos países han observado que las tasas de participación también tienden a ser menores. Ambos factores inciden adversamente en el ahorro jubilatorio.

En algunos países, los hogares pueden no estar ajustando sus niveles de ahorro para obtener las tasas de reemplazo deseadas. En el Reino Unido, el informe de la Comisión de Pensiones adver-

tía en 2006 que muchos hogares no estaban ahorrando lo suficiente. En Estados Unidos, un nuevo índice nacional de riesgo de jubilación muestra que casi el 45% de las personas en edad laboral corre el riesgo de no contar con un adecuado ingreso jubilatorio. Preocupa particularmente el impacto sobre las personas de edad e ingresos medios, que tienden a depender en forma desproporcionada de los esquemas jubilatorios públicos y privados tradicionales, que se encuentran en declive.

El cambio de los planes de prestaciones definidas por planes de contribuciones definidas transfiere efectivamente, de los gobiernos y los fondos de pensiones a los hogares, riesgos como el de mercado (tasas de interés, acciones y crédito), el de inflación (ya que la indexación se reduce o se elimina), el de planificación de inversiones y el de longevidad (sobrevivir a los recursos jubilatorios). El envejecimiento también expone a los hogares, los aseguradores y los gobiernos a grandes riesgos de atención de la salud. En los últimos años, los costos de esa atención han crecido muy por encima del ingreso de los hogares y de la inflación en muchos países, principalmente a raíz de los avances en la tecnología médica.

Desde el punto de vista de los gobiernos, la creciente presión financiera sobre los planes de pensiones y de salud supone sustanciales desafíos a largo plazo. El costo del envejecimiento representa pasivos latentes pero ciertos del Estado, relacionados con su función de empleador y proveedor de servicios sociales. Además, la responsabilidad del Estado puede ir más allá del com-

promiso explícito y asumir un papel de “asegurador de última instancia”, lo que representa una fuente de pasivos implícitos y contingentes adicionales y posiblemente cuantiosos.

Es probable que en las próximas décadas la proporción del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población (pensiones, atención de la salud y atención a largo plazo) se incremente notablemente en relación con el PIB. De no adoptarse nuevas reformas, reducciones del gasto en otros rubros o cambios en la distribución de los riesgos, el costo financiero del envejecimiento y de los pasivos públicos concomitantes podría generar intensas presiones sobre las finanzas públicas y las calificaciones soberanas (véase el cuadro), además de una considerable incertidumbre sobre las estimaciones y el alcance de esos pasivos.

¿Cómo pueden ayudar los mercados financieros?

Para aumentar el ahorro y la inversión a largo plazo y para la gestión de los riesgos y las obligaciones a largo plazo se requieren diversos instrumentos financieros; pero muchos, y sus mercados, están poco desarrollados o deberían crearse.

Los administradores de fondos de pensiones normalmente sostienen que se necesitan nuevos instrumentos y una mayor oferta de otros ya existentes para ayudarles a manejar los riesgos de duración, longevidad e inflación. Estos instrumentos se complementarían con la introducción de marcos normativos más orientados al mercado o basados en riesgos. Tales instrumentos incluyen los bonos de larga duración (30 años y más) y los vinculados a la inflación. En muchos países se ha procurado desarrollar los mercados de esos bonos, aunque siguen siendo pequeños en relación con la demanda potencial de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros (gráfico 2).

Para los hogares, el elemento crucial de la planificación jubilatoria es la posibilidad de convertir el ahorro a largo plazo en un flujo de ingresos confiable durante la jubilación mediante la anualización. Los académicos y las autoridades concluyen que el principal riesgo jubilatorio de una persona puede ser sobrevivir a los activos jubilatorios. Sin embargo, los mercados de anualidades generalmente están subdesarrollados o subutilizados, sobre todo en el caso de los individuos. Dada la elevada proporción de la vivienda en el patrimonio neto de los hogares (gráfico 3), la disponibilidad de instrumentos para liberar la capitalización de la vivienda, como las hipotecas inversas con renta vitalicia, puede ayudar a los hogares a realizar esta forma de ahorro a largo plazo y a obtener un flujo de ingresos similar a una anualidad.

Cuando los mercados de capital están menos desarrollados, los hogares y los inversionistas institucionales pueden contar con menos instrumentos de ahorro e inversión. El desarrollo de esos mercados —incluidos los de crédito— permitiría diversificar las carteras, mejorando el perfil de riesgo-rendimiento de los hogares y de los inversionistas institucionales.

Aun en economías más avanzadas, será preciso desarrollar nuevos productos y mercados, incluidos mercados de transferencia de riesgos, para ampliar la gama de instrumentos de gestión de riesgos y ahorro/inversión a largo plazo para las instituciones y los hogares. Entre estos se encuentran mercados para la gestión de la longevidad, el costo de atención de la salud y el riesgo del precio de la vivienda, que revisten importancia en el contexto del envejecimiento de la población.

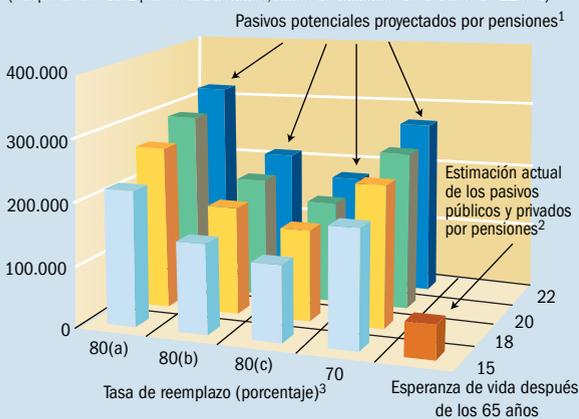
Riesgo de longevidad. Las anualidades protegen a los consumidores del riesgo de longevidad, y los bonos de longevidad

Gráfico 1

Pasivos más voluminosos

Probablemente los pasivos jubilatorios potenciales sean muy superiores a los estimados actualmente, pero variarán en función de la esperanza de vida y del número de personas que trabajen después de la edad jubilatoria.

(Grupo de los Diez países industriales, miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: OCDE, Banco Mundial y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Pasivos totales basados en los salarios anuales totales de los países del G-10, ajustados para reflejar las tasas de reemplazo objetivo (eje de las x) y la esperanza de vida después de los 65 años (eje de las y).

²En base a estimaciones de: i) los pasivos totales por pensiones públicas (véase Holzmann, Palacios y Zvinieni, 2004) y ii) las obligaciones por prestaciones jubilatorias privadas (véase OCDE, Global Pension Statistics).

³Tasa de reemplazo = ingreso jubilatorio como porcentaje del salario previo.

80 (a) = pasivos basados en el 80% del salario previo, nadie trabaja más allá de la edad jubilatoria.

80 (b) = 80% + 1/3 de la población de más de 65 años que trabaja a jornada completa.

80 (c) = 80% + 1/3 de la población de más de 65 años que trabaja a jornada completa y 1/3 de la población de más de 65 años que trabaja a jornada parcial.

70 = pasivos basados en el 70% del salario previo, nadie trabaja más allá de la edad jubilatoria.

Presiones en aumento

El envejecimiento y los pasivos concomitantes del gobierno podrían traducirse en una menor calificación soberana.

(Calificaciones soberanas a largo plazo hipotéticas, escenario básico)

	Alemania	Australia	Canadá	Corea	España	Estados Unidos	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Suecia
2005	AAA	AAA	AAA	A	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AAA	AAA
2020	AAA	AA	AAA	A	AAA	BBB	A	A	No-GI	AAA	AAA
2030	A	BBB	AAA	No-GI	BBB	No-GI	No-GI	No-GI	No-GI	A	A
2040	No-GI	No-GI	AA	No-GI	No-GI	No-GI	No-GI	No-GI	No-GI	No-GI	No-GI

Fuente: Standard & Poor's, 2006.

Nota: No GI = no de grado de inversión.

podrían hacer lo mismo para las compañías de seguros y los proveedores de pensiones. Sin embargo, el desarrollo del mercado de anualidades se ha visto obstaculizado por la limitada disponibilidad de protecciones adecuadas a largo plazo para los proveedores de anualidades, incluso contra el riesgo de inflación, y por la insuficiente demanda de los consumidores.

Costo y cobertura de la atención de la salud. El reaseguro se utiliza en cierta medida para manejar el costo y la cobertura de la atención de la salud, y en los mercados de capital no existe actividad para los riesgos relacionados con la atención de la salud. Los aseguradores privados y el gobierno trasladan esos riesgos a los hogares o a los auspiciadores de planes de salud mediante mecanismos de redeterminación de precios o, en el caso del gobierno, mediante impuestos o reducción de prestaciones.

Riesgo del precio de la vivienda. El capital inmobiliario constituye una fuente cada vez más importante de ingresos jubilatorios en Estados Unidos y Europa. En consecuencia, la reducción del precio de la vivienda podría afectar bastante el consumo de los jubilados, tornando cada vez más importante la protección frente a las fluctuaciones de precios. En mayo de 2006 comenzaron a cotizarse índices de precios de viviendas en 10 ciudades estadounidenses. Algunos países también han desarrollado, o procuran hacerlo, productos inmobiliarios más amplios, incluidos fondos de inversiones inmobiliarias más convencionales. Sin embargo, excepto en Estados Unidos, no existen mercados para protegerse del riesgo inmobiliario o son incipientes.

En general, la regulación, la tecnología y la calidad y disponibilidad de datos constituyen influencias muy importantes para el desarrollo de los mercados y la innovación. En particular, se necesitan marcos más coherentes de supervisión. Por ejemplo, desde fines de los años ochenta las normas de Basilea han estimulado a los bancos a que vendan riesgos crediticios y generen balances más líquidos, y los avances tecnológicos les permiten evaluar mejor esos riesgos. Igualmente, los próximos principios de Solvencia II sobre supervisión de seguros en Europa podrían servir para promover nuevas prácticas de gestión de riesgos en la industria aseguradora, incluida una mayor transferencia de riesgos.

El gobierno como gestor de riesgos

Las reformas de los sistemas de pensiones y otras prestaciones han incrementado la conciencia sobre estos temas en algunos países, aunque este es apenas un primer paso. Como muchos de los riesgos relacionados con el envejecimiento son a largo plazo y sistémicos, los gobiernos deberán verse cada vez más como administradores de riesgos. Para ello deberán considerar tres enfoques:

- Aplicar medidas que inciten al sector privado a mejorar la gestión de riesgos relacionados con el envejecimiento en mercados incompletos.
- Actuar como “asegurador de última instancia”, asumiendo directamente, quizás en forma transitoria, algunos de estos riesgos.
- Determinar si los hogares están en condiciones de soportar y manejar estos riesgos.

Instrumentos de política

Los gobiernos pueden influir en el flujo de riesgos y estimular la creación de nuevos productos y mercados para transferir riesgos a través de los siguientes instrumentos:

Marcos normativos. Algunos países, principalmente los Países Bajos, han fortalecido la regulación de los fondos de pensiones, sobre todo mediante una supervisión más basada en riesgos. Ello permitirá a los fondos de pensiones y empresas de seguros enfocarse más en el riesgo y la gestión de activos/pasivos, y estimulará el desarrollo de productos y mercados para satisfacer esa demanda.

Normas contables. La contabilidad en valores de mercado puede imponer más disciplina en la declaración de las jubilaciones, pero también inestabilidad, y por ende no reflejar adecuadamente el perfil de riesgo de un fondo de pensiones, o no abordar correctamente la gestión de las obligaciones jubilatorias a largo plazo. Resulta importante que las reformas no menoscaben la orientación a largo plazo de los fondos de pensiones y los aseguradores, que comúnmente ha aumentado la estabilidad financiera.

Política tributaria. Los impuestos suelen ser determinantes para establecer los aportes anuales al fondo de pensiones. Los regímenes tributarios de las pensiones deberán estimular políticas de financiamiento prudentes y quizá continuas, y lo ideal sería que trataran de crear un margen razonable de seguridad (por ejemplo, dos o tres años de aportes normales).

Disponibilidad de datos. Se considera que la disponibilidad, fiabilidad y oportunidad de los datos para analizar cada riesgo

Gráfico 2

Demanda no satisfecha

Los volúmenes en circulación de bonos nominales a largo plazo y vinculados a la inflación son bajos frente a la demanda potencial de fondos de pensiones.

(Porcentaje de los activos globales de fondos de pensiones)



Fuentes: Merrill Lynch; Watson Wyatt; Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos; International Financial Services, Londres, y estimaciones del personal técnico del FMI.

son cruciales para mejorar la gestión de los riesgos relacionados con la edad. A los gobiernos les convendría mejorar la disponibilidad de esos datos, ya que este podría ser un método relativamente barato de respaldar soluciones de mercado.

Obligatoriedad. Los seguros, las anualidades y la cobertura de salud necesitan mancomunar riesgos diversificados. Para reducir la selección adversa y los sesgos, por ejemplo, los gobiernos pueden imponer cierto grado de anualización obligatoria, quizá proporcional a los ahorros jubilatorios que se gravan favorablemente, lo que podría estimular la creación de planes más sencillos que los hogares comprendan y acepten mejor.

El gobierno como asegurador de última instancia

Al asumir ciertos tipos de riesgos (como la extrema longevidad), los gobiernos pueden aumentar la capacidad de los participantes en el mercado para proveer más productos y así facilitar el desarrollo del mercado. En el caso de los riesgos del envejecimiento, es importante considerar el grado de provisión pública de servicios de salud y de pensiones, ya que cuando este es bajo o se reduce, los gobiernos pueden asumir esos riesgos, idealmente en forma tal que también puedan atraer capacidad y capital privado.

La intervención gubernamental deberá ser parte de una estrategia integral que tenga en cuenta costos y beneficios previstos (es decir, el impacto sobre los balances del sector público), horizontes de tiempo y existencia de soluciones en el mercado financiero. Las intervenciones públicas pueden así adaptarse a riesgos específicos o de duración limitada, y eliminarse al desarrollarse los servicios financieros privados.

Transferencia del riesgo a los hogares

Los hogares, como “accionistas” del sistema, siempre han sido los que en última instancia asumen los riesgos. Sin embargo, cada vez enfrentan más riesgos directos al reducirse o reestructurarse las prestaciones públicas y privadas. Las consideraciones de política relacionadas con el perfil deseable de riesgo del sector de los hogares tienen importantes implicaciones culturales, sociales y políticas que pueden abordarse en forma diferente en los distintos

países o regiones. Aun así, la transferencia de riesgos a los hogares plantea el problema de si estos están equipados para asumirlos.

Existen diversas formas de estimular el ahorro o lograr el nivel deseado de participación en los riesgos. En cuanto al primero, el lugar de trabajo puede constituir el punto más eficiente para organizar y acumular ahorros jubilatorios. A través de los planes de jubilación, los empleadores pueden preparar el financiamiento de los ahorros jubilatorios de los empleados. Además, en el punto de origen, estos parecen estar más dispuestos a contribuir a los planes. En términos generales, no deben descartarse de plano los esquemas tradicionales de prestaciones definidas, mientras que un enfoque jubilatorio híbrido podría constituir una forma útil de distribuir los riesgos.

Las autoridades deben medir el impacto que tienen sobre los hogares y el bienestar los cambios actuales o propuestos en los sistemas de pensiones. Pueden desarrollar instrumentos estadísticos para captar la distribución de los riesgos entre subgrupos de población, y procurar mejorar la recopilación, oportunidad y comparabilidad de los datos de los hogares. También se podrían estudiar mejores medidas de la riqueza de los hogares. En Suecia, por ejemplo, se ha procurado evaluar el margen financiero de los hogares y su capacidad para cumplir sus obligaciones frente a posibles ajustes en las prestaciones o shocks económicos.

Obtención de apoyo público

El envejecimiento afecta a todos los países y no va a desaparecer. Los riesgos tienden a acumularse y, con el tiempo, pueden agravar los desafíos sociales, económicos y financieros. Los gobiernos, las empresas nacionales y los mercados financieros compiten por el capital de inversión, y los posibles efectos económicos del envejecimiento pueden afectar negativamente su competitividad y la estabilidad macroeconómica y financiera.

Estos y otros factores obligan a buscar más apoyo para iniciativas que mitiguen esos efectos. Dada la naturaleza multigeneracional de los desafíos y las reformas probables, es importante iniciar los esfuerzos ahora si quiere reducirse su impacto económico y financiero último. ■

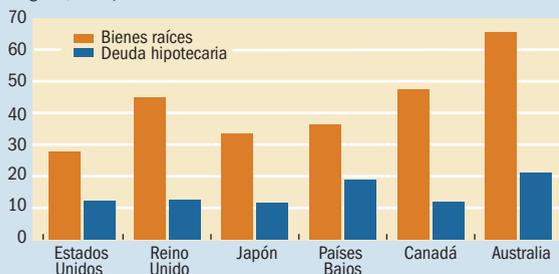
W. Todd Groome es Jefe de División, Nicolas Blancher es Economista Principal y Parmeshwar Ramlogan es Oficial de Proyectos Especiales del Departamento de Mercados Internacionales de Capital del FMI. Contribuyó a este trabajo Oksana Khadarina, Auxiliar Principal de Investigación.

Gráfico 3

Aprovechamiento del capital inmobiliario

La vivienda, que constituye una gran parte de la riqueza total de los hogares, podría aprovecharse mejor.

(Deuda inmobiliaria e hipotecaria como porcentaje de los activos totales de los hogares, 2004)¹



Fuentes: Estados Unidos, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Reino Unido, Oficina Nacional de Estadísticas; Japón, Banco de Japón, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales; Países Bajos, NDB, Federación Hipotecaria Europea; Perspectivas Económicas de la OCDE, y Oficina de Estadísticas de Australia.

¹Los activos totales son la suma de los activos financieros y no financieros. En el caso de Estados Unidos y Canadá, los datos se refieren a 2005.

Referencias:

- Fondo Monetario Internacional, 2006, “The Influence of Credit Derivatives and Structured Credit Markets on Financial Stability”, en Global Financial Stability Report, abril (Washington).
- , 2005, “Aspects of Global Assets Allocation”, en Global Financial Stability Report, septiembre (Washington).
- , 2005, “Household Balance Sheets”, en Global Financial Stability Report, abril (Washington).
- , 2004, “Risk Management and the Pension Fund Industry”, en Global Financial Stability Report, septiembre (Washington).
- , 2004, “Risk Transfer and the Insurance Industry”, en Global Financial Stability Report, abril (Washington).
- Holzmann, Robert, Robert Palacios y Asta Zvinieni, 2004, “Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective”, Social Protection Discussion Paper 0403 (Washington: Banco Mundial).