

IMPLICACIONES FINANCIERAS DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

1. Importancia para el mantenimiento de la protección social y el Estado de Bienestar

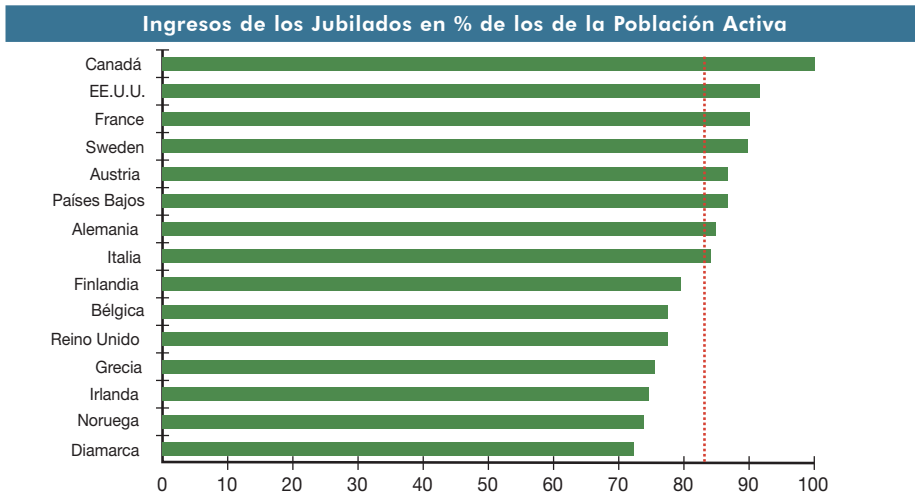
Naturalmente, una sociedad moderna requiere de un Sistema de Seguridad o Seguro Social obligatorio por dos motivos fundamentales, a saber, por una parte la capacidad o predisposición al ahorro-previsión privado y voluntario no suele ser, por lo general, suficiente para garantizar un ingreso adecuado durante la vejez, de tal manera que el Estado debe ofrecer un mínimo de subsistencia. En segundo lugar, el sistema público de pensiones persigue también fines redistributivos de la renta o ingreso nacional, lo cual se logra más fácilmente a través del aseguramiento forzoso que a través de las instituciones de previsión, que configuran el sistema privado de pensiones.

Pero, al mismo tiempo, es absolutamente imprescindible que una sociedad pluralista de economía de mercado cuente con sistemas privados de previsión complementaria, para hacer frente a las incertidumbres provenientes de dos fuentes principales. Por un lado, de la creciente expectativa de vida y de la incierta evolución de la situación económica general y particular y, por el otro, del cambio sustancial y estructural que se ha producido y está produciendo en los patrones sociales, porque las unidades familiares han pasado de estar compuestas por varias generaciones de personas que convivían bajo el mismo techo a ser en buena parte unipersonales, de tal modo que la célula familiar ya no ofrece el grado de protección social de antaño y, por consiguiente, se ha originado una mayor demanda de protección por parte de la población.

Gracias al gran desarrollo económico registrado durante la segunda mitad del siglo pasado, el cual permitió una extensión a gran escala de la previsión social pública y privada, se ha reducido sustancialmente la diferencia de ingresos entre los económicamente activos y los pasivos o jubilados en la mayor parte de los países, porque como anota con razón *L'Observatoire des Retraites*¹,

¹ Ver: L'Observatoire des Retraites (2003); *Les retraites dans l'Union européenne*, www.observatoire-retraites.org.

“...En todos los países de la Unión Europea, el nivel de vida de los jubilados se acerca a aquel de los activos. Esto es el resultado de la combinación, en proporciones variables, según los Estados miembros, de tres factores: el nivel de las pensiones, la actividad remunerada y la cohabitación de los jubilados con sus hijos...” Esta situación nos la demuestran las cifras del siguiente gráfico, así como las estadísticas y los estudios internacionales².



Fuente: Disney, R. and Whitehouse, E. (2002); *The Economic Well-Being of Older People in International Perspective: A Critical Review*, Centre for Pensions and Superannuation, Discussion Paper no. 02/08

Aunque la situación española no se encuentra reflejada en este gráfico, según otras fuentes³ el porcentaje de los ingresos de los jubilados en relación con los de la población activa se situaba, en 1995, en un 85% y, más recientemente, según *L'Observatoire des Retraites*, en un 91%, cifra similar a la de Italia y Alemania. Estos guarismos indican muy claramente que el nivel de vida promedio de los jubilados - 83% de los ingresos de los activos - en los 15 países y en España es prácticamente igual al promedio de la población económicamente activa, habida cuenta de que estos porcentajes no toman en cuenta una serie de gastos que deben asumir los económicamente activos y no los jubilados, tal como es el caso de los costes inherentes al transporte para asistir al trabajo, el correspondiente al vestuario y otros accesorios no necesarios en la vida del pensionista. También en otras naciones no europeas, verbigracia los Estados Unidos, se

² Ver : Whitehouse, E. (2000); *How poor are the old? - A survey of evidence from 44 countries*, Pension Reform Premier, World Bank, www.worldbank.org; Casey, B. and Yamada, A. (2002); *Getting Older, Getting Poorer? A Study of the Earnings, Pensions, Assets and Living Arrangements of Older People in nine Countries*, Labour Market and Social Policy - Occasional Papers no. 60, www.oecd.org.

³ Ver: Charpin J.-M. (1999); *L'avenir des nos retraites*, Rapport au Premier Ministre, Paris, 1999

registra un importante aumento del bienestar económico y social de las personas mayores. Aunque el estudio indicado en la nota al pie de página⁴ se refiere a la población de 50 o más años de edad, en él se llega a la conclusión de que este grupo de edad ha logrado, como nunca en periodos anteriores, un alto nivel de vida y de ingresos gracias a la conjunción de cuatro pilares de previsión representados por el Seguro Social, los Planes y Seguros de Pensiones y los ingresos de los ahorros personales.

Existe otro indicador para medir el grado de bienestar o de pobreza relativa de la población jubilada, consistente en el porcentaje de pensionistas cuyos ingresos son inferiores a la mitad de la media de los de la población activa, porcentajes que varían considerablemente de país a país. Así, por ejemplo, pese a su sistema de naturaleza casi paternalista, en Australia casi el 30% de los jubilados perciben menos de la mitad de los ingresos medios de la población activa, siendo esta cifra de casi un 22% en los Estados Unidos, de un 18% en Japón, un 14% en Noruega, un 13% en el Reino Unido, alrededor de un 13% en España y de un poco menos del 3% en Suecia⁵.

Pero como es obvio, el nivel de vida de la población jubilada no se refleja exclusivamente en las cifras relacionadas con sus ingresos, sino también en las relativas a su patrimonio⁶. Por ejemplo, Péne⁷ nos indica que, según un estudio del INSEE francés, “...*el patrimonio medio correspondiente a un hombre jubilado de más de 60 años había pasado de 140.000 a 443.000 francos franceses entre 1960 y 1985, mientras que el de una persona activa sólo había aumentado durante ese mismo período de 114.000 a 134.000 francos...*”.

Pero esta tendencia no se circunscribe exclusivamente a la experiencia francesa, porque de acuerdo con el mismo autor, “...*el patrimonio de los jubilados y personas afectas por la jubilación ha aumentado considerablemente a lo largo de los últimos años*”, agregando que en “...*la mayor parte de los países industrializados, las personas de más de 50 años disponen de más de la mitad del total de los valores mobiliarios...*”, y que “...*para entender el poder financiero de los jubilados actuales y futuros es necesario añadir a ese patrimonio real los derechos a la pensión por reparto de que gozan los jubilados y activos...*”. Se trata, como veremos en otro Capítulo, de en el mundo anglosajón mal llamada riqueza o *patrimonio pensional - pension wealth*, o

⁴ Ver: AARP United States (2002); *Beyond 50: A report to the nation on economic security, Strengthening the security in social security*, Conference on the ISSA Initiative, www.aarp.org.

⁵ Ver: Disney, R. and Whitehouse, E. (2002); *The Economic Well-Being of Older People in International Perspective: A Critical Review*, Centre for Pensions and Superannuation, Discussion Paper no. 02/08

⁶ Ver: Gustman, A.L. and Steinmeier, Th. L. (2001); *Retirement and Wealth*, Michigan Retirement Research Center, Working Paper Series.

⁷ Ver: Péne, D. (1999); *La civilización de los jubilados*, Madrid.

sea, del pasivo actuarial o deuda implícita no contabilizada, ni documentada o reconocida legalmente, correspondiente a los regímenes públicos de pensiones. A esta riqueza nominal e inexistente en términos económicos y financieros debe añadirse el patrimonio contante y sonante constituido mediante las reservas de los fondos de pensiones y los seguros de vida.

Ante la preocupación de que el fenómeno del envejecimiento y sus implicaciones no permita conservar el nivel de vida logrado por los jubilados actuales y futuros, la noción y concepto de sostenibilidad del sistema público de pensiones ha adquirido gran actualidad en los últimos años, pero en realidad el temor fundamental se centra en el mantenimiento de dicho nivel de protección para los futuros jubilados, porque como anota acertadamente la ISA “...*la viabilidad de las sociedades envejeciéndose dependerá inevitablemente de si la previsión social es económicamente mantenible en el futuro*...”, teniendo en cuenta que sus crecientes costes no solamente provienen del sistema de pensiones en sí, sino también del Seguro Social de Salud o Asistencia Sanitaria, sometido a una importante presión en su estructura de gastos por la prolongación de la vida humana con sus secuelas como son verbigracia la mayor frecuencia y duración de las enfermedades degenerativas de costoso tratamiento.

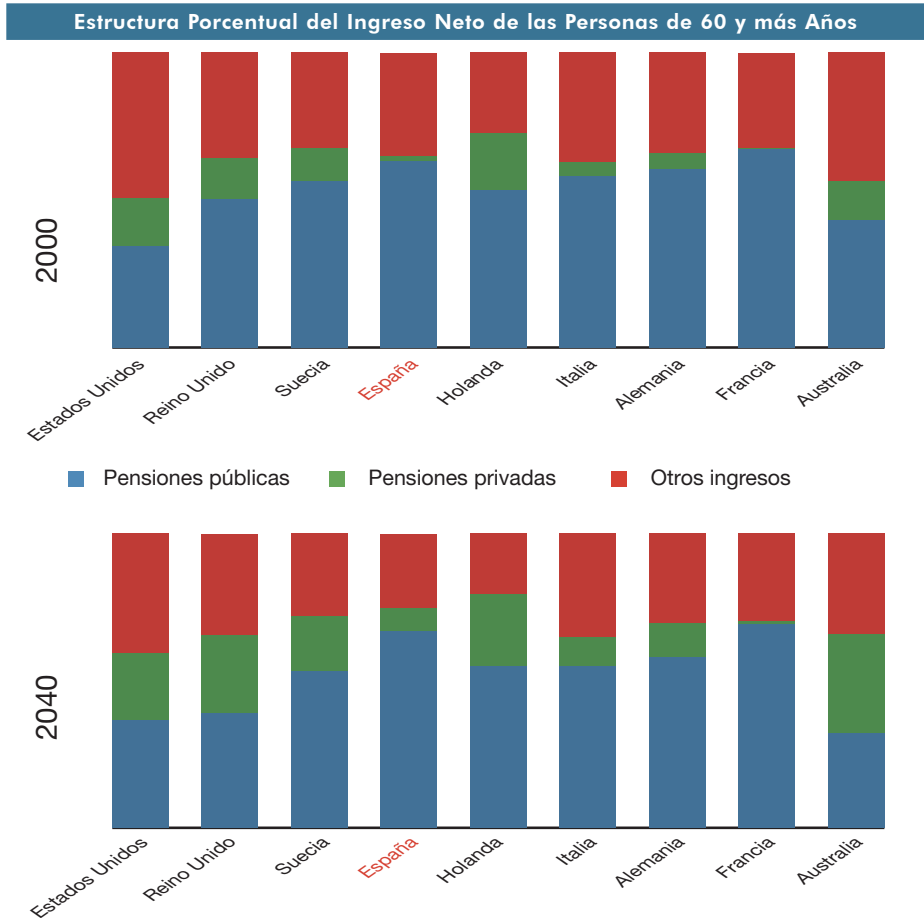
De acuerdo con estimaciones del *Center for Strategic and International Studies -CSIS*⁹ para los años 2010, 2020, 2030 y 2040 y partiendo de las estadísticas correspondientes al año 2000, la estructura porcentual de los ingresos netos de las personas de 60 o más años de edad es el que se presenta en los dos siguientes gráficos para 11 países pertenecientes a la UE y a la OCDE. Estas distribuciones indican claramente la política de los diferentes Gobiernos en relación con la financiación de la jubilación y el acento que cada uno de ellos le otorga, indistintamente, al sistema público o privado. Exceptuando el caso de España, Francia y Canadá, con un aumento del porcentaje correspondiente a las pensiones públicas, en los otros países se producirá una reducción del mismo, pero en todos ellos se registrará hasta el año 2040 un aumento de las pensiones privadas - excluyendo Francia con tan sólo 0,3 puntos - entre 5,2 y casi 20 puntos porcentuales, correspondiéndole a España uno de 6,8 puntos.

Esta probable tendencia refleja, según nuestro criterio, el reconocimiento por parte de los principales gobiernos de que es necesario un mayor grado de capitalización en el sistema de pensiones para garantizar su viabilidad futura y una mayor equidad intergeneracional. A este factor se añade otro no menos importante cual es el de las falsas expectativas de los futuros pensionistas sobre sus

⁸ Ver: International Social Security Association (2003); *Ageing and Productive Life: Social Protection and Sustainability*, Second World Assembly on Ageing, Madrid, www.issa.int.

⁹ Ver: Jackson, R. and Howe, N. (2002); *Preliminary Results from the CSIS Aging Vulnerability Index*, The Center for Strategic and International Studies, www.csis.org.

verdaderas necesidades financieras. Según lo demuestran algunas encuestas demoscópicas¹⁰, las personas antes de su jubilación tienden a minusvalorar sus necesidades al suponer que la vida de jubilado es notoriamente menos costosa, cuando en realidad muchos hogares consumen más de lo que hacían antes de la jubilación, lo cual induce a que no se hayan preparado debidamente para ello.



Fuente: Elaboración propia con cifras de Jackson, J. and Howe, N. (2002); *Preliminary Results from the CSIS Aging Vulnerability Index*, www.csis.org.

Pese a esta reestructuración del gasto social en la mayor parte de los países analizados, en el horizonte temporal comprendido hasta 2040 será inevitable, en casi todos ellos, un fuerte aumento de las transferencias de recursos finan-

¹⁰ Ver: Ameriks, J. Caplin, A. and Leahy, J. (2002); *Retirement Consumption: Insights from a Survey*, TIAA-CREF

cieros hacia las personas mayores. Mientras que en el año 1994, por ejemplo, las transferencias sociales en los países de la UE representaban entre el 19,9% de Grecia - correspondiéndoles a las pensiones un 18,3% - del ingreso disponible del sector familiar y el 29,3% - 19,5% por concepto de pensiones -en el caso de Austria, siendo la cifras españolas del 25,8% y 17,5% respectivamente¹¹, las estimaciones del CSIS hasta el año 2040, aunque utilizando otro indicador, demuestran cómo el envejecimiento llegará a duplicar o más en algunos casos y durante dicho horizonte temporal la carga que para las nuevas generaciones significarán las personas mayores.

La mencionada Institución cuantifica, expresadas como porcentaje de los ingresos, netos de tasas e impuestos, de los menores de 60 años, las transferencias netas del sector público hacia las personas de 60 o más años de edad, obteniendo las siguientes cifras para algunos países seleccionados¹²:

Porcentaje del Ingreso Disponible de los Menores Transferido a los Mayores de 60 años			
PAÍS	2000	2020	2040
Alemania	20,8%	25,1%	35,4%
Australia	12,4%	17,2%	22,1%
Bélgica	17,2%	22,5%	31,5%
Canadá	12,9%	20,8%	29,8%
España	17,2%	22,7%	42,7%
Estados Unidos	12,8%	20,2%	26,8%
Francia	20,3%	28,9%	36,1%
Holanda	16,5%	25,0%	35,3%
Italia	21,6%	27,6%	37,2%
Japón	15,4%	26,5%	35,9%
Reino Unido	14,0%	15,7%	19,3%
Suecia	17,7%	22,0%	27,3%

Fuente: Jackson, R. and Howe, N. (2002); *Preliminary Results from the CSIS Aging Vulnerability Index*, The Center for Strategic and International Studies, www.csis.org.

Aunque estos porcentajes de transferencias incluyen los con la edad también crecientes gastos de salud o asistencia sanitaria, dependiendo del país y su régimen público de pensiones, entre un 60-75% de dichos guarismos corresponden al pago por pensiones.

¹¹ Ver: Whiteford, P. (2002); *Security, effectiveness, equity: Developments in social protection in OECD European countries*, European Regional Meeting: New and revised approaches to social protection in Europe, www.issa.int.

¹² Ver: Jackson, R. and Howe, N. (2002); *Preliminary Results from the CSIS Aging Vulnerability Index*, The Center for Strategic and International Studies, www.csis.org.

Estas tendencias futuras han originado que durante los últimos años se haya suscitado con gran intensidad, como ya lo mencionamos, el llamado *debate generacional*, o sea, la cuestión de hasta que punto es equitativo y ecuánime que las futuras generaciones tengan que soportar una carga financiera bastante más importante y gravosa que la de sus progenitores.

Algunos autores, Williamson y Watts-Roy¹³ por ejemplo, consideran que “...*el debate sobre la equidad generacional es la encarnación más reciente de una cuestión que ha estado presente desde los albores de la historia y la cual se plantea qué parte de los recursos familiares o comunitarios deben ser consumidos por los mayores...*” y presentan una interesante recapitulación histórica, a través de los siglos y las diferentes culturas, sobre este conflicto entre jóvenes y viejos, indicando que los mayores tendían a ser mejor tratados en las sociedades cuya actividad descansaba en la pesca y el pastoreo, que en aquellas nómadas dedicadas a la caza. En la sociedad feudal los mayores estaban a merced de los jóvenes, habiendo engendrado la Revolución Francesa un revulsivo en las relaciones entre mayores y adultos, con lo cual declinó la veneración que existía por los primeros.

Numerosos factores contribuyeron durante el siglo XIX al nacimiento de una política en pro de la población mayor mediante el establecimiento de impuestos destinados a proteger a los pobres de solemnidad, políticas que se acentuaron a finales de dicho siglo y a principios del XX con el advenimiento de la Seguridad Social pública y sus programas de pensiones de jubilación. En resumen, aunque el conflicto no es nuevo, él ha resurgido a causa de los factores antes mencionados y se centra en la muy extendida creencia o convicción de que “...*se gasta demasiado dinero público a favor de los mayores jubilados y a expensas del resto de la población, especialmente de los niños y jóvenes...*”¹⁴.

El ya citado Péne opina que no es apropiado plantear el problema de la equidad intrageneracional en una forma tan drástica, argumentando que “...*los sistemas de pensiones públicos y privados han sido un mecanismo para liberar a los activos de la obligación de atender directamente a sus padres; de aquí que los antagonismos entre activos y no activos no revistan la forma de conflictos de clases...*”.

Lógicamente, en los primeros años de implantación de la Seguridad Social no existía una conciencia tan extendida sobre la problemática aludida, por la sen-

¹³ Ver: Williamson, J. B., Watts-Roy, D.M. and Kingson, E.R.(1999); *The Generational Equity Debate*, New York

¹⁴ Ver: Disney, R. and Whitehouse, E. (2002); *The Economic Well-Being of Older People in International Perspective: A Critical Review*, Centre for Pensions and Superannuation, Discussion Paper no. 02/08.

cilla razón, como escribe Quinn¹⁵, de que “...antes de que el sistema hubiese madurado, todas las cohortes de los jubilados obtenían por sus cotizaciones y las de su empresa rentabilidades muy superiores a las que hubiesen recibido en inversiones seguras como los bonos estatales...”, a lo cual contribuyeron la favorable estructura demográfica y los notables aumentos del salario real.

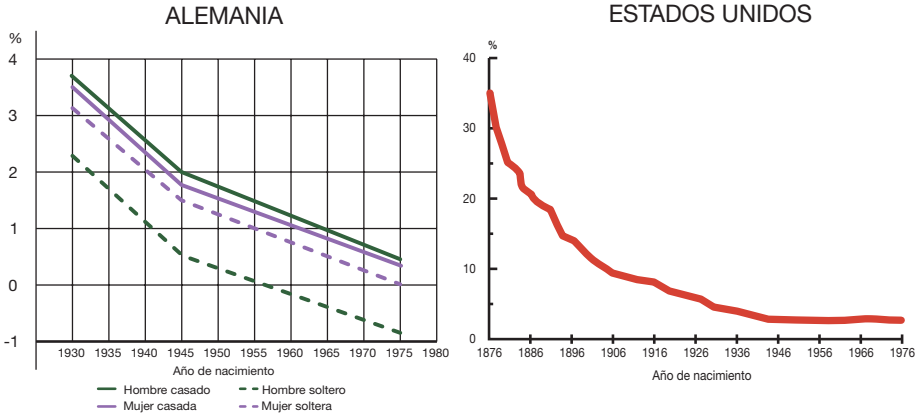
Indudablemente, uno de los indicadores más apropiados para cuantificar el grado de equidad generacional de un sistema público de pensiones es la tasa de retorno de las cotizaciones o aportaciones realizadas, motivo por el cual constituye una cifra que va adquiriendo una importancia cada vez mayor en los estudios comparativos sobre la Seguridad Social y su grado de equidad. Se trata de aplicar la misma técnica desarrollada por las matemáticas financieras para determinar la rentabilidad de un proyecto de inversión equiparando el valor actual de sus flujos financieros positivos y negativos. En esta metodología aplicada a la Seguridad Social, las cotizaciones significan los flujos de inversión y las prestaciones percibidas por concepto de pensiones la recuperación de dichas cantidades, siendo la tasa que equipara los valores actuales respectivos, la tasa de retorno de *invertir en Seguridad Social*.

Es obvio que esta tasa de retorno es relativamente alta en la fase inicial de un sistema de reparto, pero cuando éste llega a su madurez su valor va descendiendo, alcanzando cotas bastante por debajo de las rentabilidades que pueden obtenerse en los mercados financieros y en los productos de previsión social complementaria, tanto de carácter individual como empresarial.

Pero no sólo la madurez de un sistema de pensiones determina su tasa de retorno, sino también, en los de reparto, los fenómenos del envejecimiento. Naturalmente, para poder valorar el grado de equidad generacional o el de discriminación de una generación en comparación con otra, no es suficiente conocer la tasa media o global de retorno de un sistema, sino que resulta indispensable saber cuáles son las llamadas tasas de cohortes, o sea, aquellas calculadas para los diferentes años de nacimiento de los jubilados y que tomen en cuenta, según el régimen de prestaciones, el respectivo estado civil del afiliado, como es el caso de las representadas en los siguientes gráficos y correspondientes a los seguros sociales alemán y estadounidense. Las tasas de retorno representan, según la opinión generalizada, un indicador veraz y objetivo para medir dicha equidad o iniquidad y su aplicación no significa, como algunos pudiesen pensar, renunciar al principio de solidaridad, sino sencillamente conocer su coste para marcar un razonable y viable tope, porque nadie puede pretender que sea ilimitada.

¹⁵ Ver: Quinn, J. F. (1999); *Criteria for Evaluating Social Security Reform* en Mitchell, O.S., Myers, R. J. and Young, H. (editors); *Prospects for Social Security Reform*, Philadelphia.

Tasas Internas de Retorno en el Seguro Social Alemán y Estadounidense



Fuente: Miegel, M., Raffelhüschen, B. und Schnabel, B. (2000); *Renditen der gesetzlichen Rentenversicherung im Vergleich zu alternativen Anlageformen*, Deutsches Institut für Altersvorsorge, www.dia.de y Geanakoplos, J., Mitchell, O.S and Zeldes, S.P. (1998); *Would a Privatized Social Security System Really Pay a Higher Rate of Return?*, National Bureau of Economic Research, www.nber.org.

Con relación a España, país al cual nos referiremos más ampliamente en el capítulo pertinente, suponiendo el 1º de enero de 1977 como fecha de jubilación, Blanco¹⁶ determina las tasas históricas de retorno para cuatro regímenes de la Seguridad Social, obteniendo un 3,41% para el Régimen General, un 6,04% para el de Autónomos, un 8,72% para el Agrario por cuenta ajena y 9,43% para el mismo pero por cuenta propia y un 10,16% para el del Hogar.

Otros estudiosos del tema han desarrollado una metodología dinámica, o sea, contemplando la revalorización de las prestaciones y en lugar de calcular tasas de retorno esperadas, han estimado el número de años que un empleado debe haber trabajado para obtener una determinada tasa de retorno equivalente a sus cotizaciones, concepción cuya aplicación práctica traería mayor claridad.

Es obvio que la estabilidad social y política de un país requiere que reine una relación armónica entre las generaciones, porque ella garantiza la cohesión de la sociedad, aunque sorprende que pese a su papel relevante no encuentre siempre el eco necesario y despierte la adecuada atención por parte de la clase política. Como es fácil suponer, con el tiempo se han formado, tanto en el mundo académico como en la opinión pública, dos bandos encontrados en este debate, razón por la cual, en forma sucinta, presentaremos a continuación los principales argumentos de los defensores y de los detractores del con-

¹⁶ Ver: Blanco, F. (1999); *Redistribución y Equidad en el Sistema Español de Pensiones de Jubilación, Las reformas del Pacto de Toledo*, CES, Madrid.

cepto de equidad generacional apoyándonos en el artículo de los dos autores ya citados y otros¹⁷.

Los defensores de la equidad generacional argüyen que cada generación debe proveerse a sí misma, porque no es justo esperar que una generación prevea por otra con un esfuerzo o carga financiera que ésta última no está dispuesta o en capacidad de soportar.

Mientras que el sistema de reparto del Seguro Social está basado en el principio de que cada generación financie a la generación jubilada, un sistema privado de pensiones tiene su base en el mecanismo de capitalización, más consistente con la idea de que cada generación se sostenga a sí misma, apelando ampliamente al principio de la responsabilidad y libertad individuales. Aunque abogan por la solidaridad intergeneracional en el seno de la familia, se oponen a aquélla redistributiva vía Seguridad Social o del Estado de Beneficencia, aduciendo las distorsiones que ocasiona en el mercado laboral, en el de capitales y en la propensión al ahorro de las unidades familiares, argumentando, además, que el actual sistema de reparto está sujeto a la ley de los rendimientos decrecientes y no invierte en capital humano.

El Círculo de Kronberger¹⁸ alemán, por ejemplo, considera que se ha '*pervertido*' el principio redistributivo al subvencionar los jóvenes, más pobres, a los mayores, más ricos. Argüye, asimismo, que los jubilados representan con sus votos un importante poder político, el cual suelen aprovechar en forma egoísta apoyando programas gubernamentales que les favorecen y excluyendo a otros grupos de la población.

Por su lado, los partidarios del concepto de interdependencia generacional consideran que se debe considerar este principio cuando se toman decisiones políticas y económicas y rechazan la idea de que cada generación se financie totalmente a sí misma, alegando que tanto las tendencias demográficas como acontecimientos históricos únicos, tales como la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, hacen imposible asegurarle a cada generación un nivel de vida durante su período de jubilación por lo menos igual al de sus padres, razón por la cual los correspondientes costes deben ser asumidos por las dos generaciones.

En una línea argumental similar se sitúan Rein y Wadensjö¹⁹, para quienes las transformaciones demográficas, especialmente, están induciendo un *welfare-*

¹⁷ Ver: Whiteford, P. (2002); *Security, effectiveness, equity: Developments in social protection in OECD European countries*, European Regional Meeting: New and revised approaches to social protection in Europe, www.issa.int.

¹⁸ Ver: Jacobi, M. (2000); *Alternativen zum Generationen Vertrag der Rentenversicherung in Barwert- und Endwertbetrachtung*, VDD, Haar.

¹⁹ Ver: Rein, M. and Wadensjö, E. (1998); *The relation between social and occupational security* en Marmor, T.R. and De Jong, P.R.,(editors); *Ageing, Social Security and Affordability*, Aldershot.

mix, tornando inviable el contrato generacional en su actual planteamiento y dimensión, no siendo justo, según su opinión, transferirle a la generación futura esta carga. Consideran, asimismo, que la Seguridad Social actual, en términos generales, solamente es viable y sostenible si se da el pleno empleo, motivo por el cual la UE ha efectuado un cambio en las prioridades político-económicas. Opinan también que no es suficiente considerar únicamente los aspectos relacionados con el consumo de los mayores, porque tanto en el seno de la familia como en la sociedad se producen una serie de transferencias de bienes y servicios en sentido inverso y que benefician a los hijos y jóvenes pertenecientes a las nuevas generaciones como, por ejemplo, el tiempo que los mayores dedican al cuidado, educación y formación de los menores, las transferencias monetarias, la ayuda psicológica, etc.

También la teoría moderna del crecimiento económico, la Seguridad Social y la formación de capital ha revivido la antigua controversia del mundo actuarial entre sistemas de reparto o sistemas de capitalización, analizando la conveniencia macroeconómica de los distintos regímenes financieros, especialmente el de los públicos, incluyendo tácitamente el aspecto relacionado con la equidad generacional. Tanto Samuelson, en 1958, como Aaron, en 1966, desarrollaron lo que vino a llamarse la paradoja de la Seguridad Social²⁰.

Aaron analiza cuando es conveniente un sistema de capitalización completa y cuando uno de reparto simple, mediante la introducción de un modelo muy simple y mediante la utilización de magnitudes actuariales. Las conclusiones de este autor son las siguientes: si la suma de los crecimientos demográfico y salarial son superiores a la tasa o tipo de interés en un país, es más conveniente para el sistema de Seguridad Social utilizar el mecanismo de reparto y, por el contrario, si el tipo de interés de mercado es mayor que las tasas de crecimiento de los salarios y de la población, es recomendable emplear el sistema de capitalización completa, porque de no ser así, la Seguridad Social sería discriminatoria frente a las diferentes generaciones, las cuáles recibirían menores prestaciones de las equivalentes al valor real de sus contribuciones.

El modelo de Samuelson, mucho más sofisticado y complejo, analiza el mecanismo de transferencias intrageneracionales, llegando a las siguientes conclusiones:

- ❖ Si la tasa de crecimiento excede la tasa de interés, el sistema de reparto beneficiará a todas las generaciones;

²⁰ Ver: Kurz, M. y Avrin, M. (1980); *Technical Paper, The Funding Issue and Modern Growth Theory* en President's Commission on Pension Policy, Washington, 1980.

- ❖ Si las dos tasas son idénticas, el mecanismo de transferencia intergeneracional implícito en el sistema de reparto solamente beneficiará a la primera generación, pero no a las subsiguientes, y
- ❖ Finalmente, si la tasa de interés es superior a la de crecimiento, el sistema de reparto beneficia a la primera generación, pero reduce el nivel de bienestar de las generaciones siguientes, las cuáles disfrutarán de un *stock* de capital más bajo.

Los indicadores sobre la evolución económica de los últimos 50 años, sobre la situación actual en la Europa comunitaria y sus perspectivas futuras nos demuestran claramente que nos encontramos en la tercera de las situaciones analizadas por Samuelson; además, porque la actual generación de población activa no es la primera del sistema público de pensiones, ni en España, ni en ningún otro país. Por eso algunos consideran esencial la capitalización para asegurar las pensiones y una mayor equidad generacional²¹.

Blake y Orszag²² verificaron empíricamente, en 1998 y en el caso de 10 países industriales, el modelo de Aaron, llegando a la conclusión de que, en todos ellos, el sistema de reparto es viable si el crecimiento real de las pensiones es ' θ ' y no es viable si el crecimiento de las mismas es igual al de la productividad. A este respecto, en el caso español, no debemos pasar por alto que la evolución de la tasa española de productividad ha sido decreciente desde 1994. Respecto al sistema de capitalización, con excepción de Japón respecto a la primera premisa, el sistema es viable tanto con un crecimiento de las pensiones igual al de la productividad como con un crecimiento ' θ '.

Volviendo al tema de la solidaridad familiar intrageneracional, la legislación tributaria no siempre ha reconocido la importancia que revisten para una mejor financiación del ciclo vital las transferencias patrimoniales *mortis causa* o *inter vivos* entre las generaciones, porque bajo un concepto redistributivo exagerado ha impuesto fuertes gravámenes a las sucesiones y donaciones, estableciéndose así una cascada de tributación múltiple. Ello no representa un incentivo para el ahorro familiar o trae consigo que surjan mecanismos para evitar o amortiguar la correspondiente presión fiscal. Ante el importante envejecimiento y los pasivos ocultos que provenientes de la Seguridad Social '*desfondada*' dejaremos a nuestros hijos, la herencia de los ahorros familiares podría representar cierta compensación, siempre y cuando no esté sujeta a la actual doble tributación o cascada tributaria de muchos sistemas impositivos.

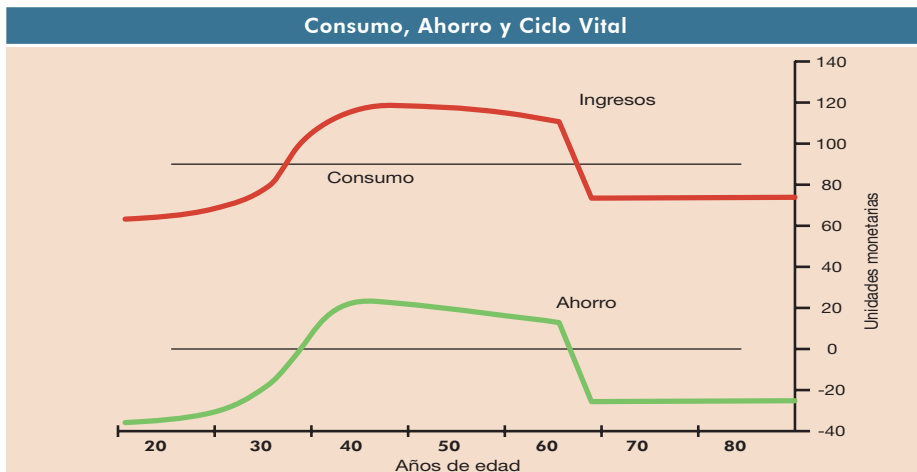
²¹ Ver: Palacios, R. (2002); *Securing Public Pension Promises through Funding*, Pension Research Council, WP 2002-19, <http://prc.wharton.upenn.edu/prc/prc.html>.

²² Ver: Blake, D. and Orszag, J. M. (1998); *The Simple Economics of Funded and Unfunded Pension Systems*, London.

2. Importancia para el ahorro familiar e institucional

2.1. El ciclo vital y el ahorro personal y familiar

A partir de los años 50 del siglo pasado, tanto la ciencia como la investigación económicas han tratado de detectar las posibles interrelaciones, en una economía, entre la estructura de edad y el ahorro de las unidades familiares. Dichas investigaciones teóricas y empíricas se han orientado a descubrir la interdependencia entre nuestro ciclo vital y las otras variables económicas, principalmente el consumo y el ahorro. Ello trajo consigo el advenimiento de la teoría sobre el ciclo de la vida humana y el ahorro personal, la cual fue desarrollada especialmente por Modigliani y Brumberg²³, quienes en sus trabajos tratan de medir la propensión marginal al ahorro de las unidades familiares en función de su edad.



Fuente: Börsch-Supan, A. und Essig, L. (2002); *Sparen in Deutschland*, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging MEA, www.mea.uni-mannheim.de.

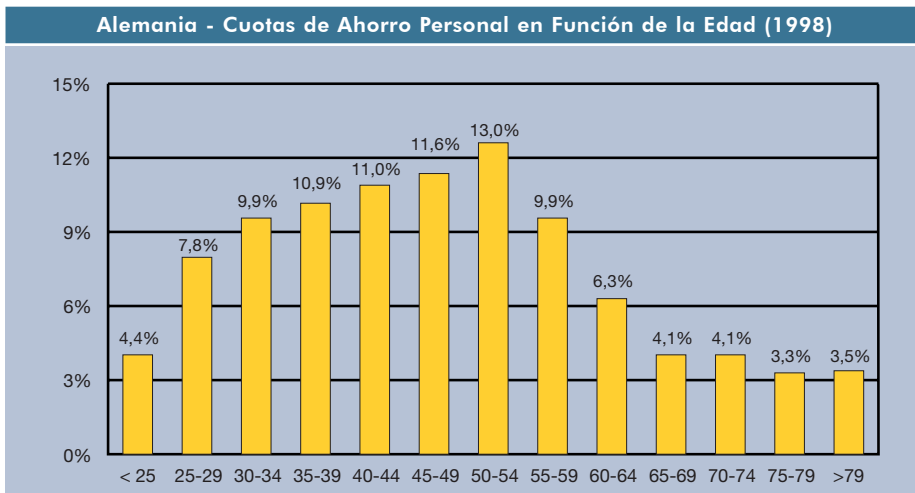
En forma ilustrativa y simplificada se explica también la función de ahorro de las unidades familiares como un medio para suavizar o nivelar sus necesidades de consumo a lo largo del ciclo vital, tal como se puede ver en el gráfico anterior, pero las investigaciones empíricas indican que existen otros motivos diferentes al consumo para justificar las decisiones de ahorro/desahorro del sector familiar.

Los estudios de campo llevados a cabo en varios países, verbigracia en Alemania, sobre el comportamiento del ahorro personal confirman también las diferencias existentes, en función de la edad, en la estructura de las carteras de

²³ Ver: Modigliani, F. y Brumberg, R. (1954); *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data* en "Post-Keynesian Economics", New Brunswick.

inversión. Paschke²⁴ anota en su trabajo que los ahorradores en el grupo 50-65 años de edad prefieren instrumentos de ahorro a largo plazo, mientras que en los grupos de edades más jóvenes se registra una marcada preferencia por una alta liquidez en las formas de ahorro. Por otra parte, según la misma fuente, el 76% de los encuestados, en el grupo de edades 50-65 años, prefería una inversión o ahorro seguro y estaba dispuesto a sacrificar liquidez en aras de la seguridad. En los grupos más jóvenes la proporción fue, desde luego, mucho más reducida. Börsch-Supan²⁵ ha investigado más recientemente la evidencia de la teoría del ciclo vital y el comportamiento del ahorro familiar alemán encontrando fuertes divergencias y desviaciones.

Aunque no en todos los países se ha verificado empíricamente la evidencia de la hipótesis de que la cuota de ahorro aumenta paulatinamente hasta la edad de jubilación, a partir de la cual se inicia el proceso de consumo del capital ahorrado²⁶, por lo menos en el caso alemán las cuotas de ahorro personal, en 1998, llegaban a los porcentajes indicados en el siguiente gráfico.



Fuente: Deutsches Institut für Altersvorsorge, DIA, www.dia.de.

²⁴ Ver: Paschke, W. (1960); *Bestimmungsgründe des persönlichen Sparens, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen*.

²⁵ Ver: Börsch-Supan, A. und Essig, L. (2002); *Sparen in Deutschland*, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging MEA, www.mea.uni-mannheim.de y Börsch-Supan, A. and Lusardi, A. (2004); *Saving Viewed from a Cross-National Perspective*, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging MEA, www.mea.uni-mannheim.de.

²⁶ Ver: Kapteyn, A. and Panis, C. (2002); *The Size and Composition of Wealth Holdings in the United States, Italy, and the Netherlands*, U.S. Department of Labor, Pensions and Welfare Benefits Administration, Washington y Gustman, A.L and Steinmeier, Th.L. (2002); *The Influence of Pensions on Behavior: How Much Do We Really Know?* TIAA-CREF Institute, www.tiaa-crefinstitute.org.

Sin embargo y esta actitud parece confirmarse en otros países, a partir de la edad de jubilación los sujetos económicos siguen ahorrando, siendo uno de los motivos principales de este comportamiento los relacionados con las incertidumbres que pesan sobre los sistemas públicos de pensiones, así como factores coyunturales de la situación económica del país y el grado de confianza que ella despierta entre los ahorradores.

Estas comprobaciones empíricas contradicen parcialmente los principios postulados por la teoría del ciclo vital sobre la propensión a ahorrar por parte de las personas en función de su edad, pero al margen de aspectos teóricos, consideramos que ello solamente es posible por el sencillo hecho de que los jubilados o personas mayores disfrutan, gracias a los sistemas de pensiones públicos y privados, de un importante poder adquisitivo y capacidad de ahorro.

Aunque se trata de un solo segmento del ahorro familiar y, por consiguiente, no lo suficientemente representativo para todos los instrumentos de ahorro familiar, las estadísticas españolas sobre planes de pensiones²⁷ nos indican que, en todos los sistemas, el mayor porcentaje de partícipes - entre 33 y 38% según la modalidad - se encuentra en el tramo de edades 41-51 años, aunque también se registran porcentajes relevantes -26 y 32%, excluyendo el sistema asociado poco desarrollado - en el tramo 31-40 años.

La más reciente y rigurosa investigación sobre el ahorro en España²⁸ analiza la distribución del ahorro personal y llega al resultado empírico de que la tasa de ahorro es creciente en función de la edad del cabeza de familia, lo cual parece refutar también la evidencia empírica del ahorro en función del ciclo vital. Interesante resulta la constatación efectuada por Katona²⁹, según la cual, en los Estados Unidos, las personas amparadas mediante planes de pensiones privados registran una mayor propensión a ahorrar que aquellas no protegidas³⁰. Igualmente significativo resulta el hecho de que los pensionistas mantengan una alta propensión al ahorro. Por ejemplo, según estadísticas alemanas sobre la estructura del ahorro durante el período 1950-67, la participación de los jubilados en el ahorro nacional se incrementó de un 2,0% en 1950 a un 5,6% en 1967. De aquí se deduce, claramente, la necesidad de que el ahorro para la vejez sea estimulado por las instancias gubernamentales, no sólo por la función social que reviste, sino también por su importancia económica en la movilización de recursos financieros adicionales para el desarrollo.

²⁷ Ver: Dirección General de Seguros, *Informe 1999*, www.dgs.es.

²⁸ Ver: Bolsa de Madrid (2000); *El Ahorro y los Mercados Financieros - Situación Actual y Perspectivas*, Madrid.

²⁹ Ver: Katona, G. (1965); *Private Pensions and Individual Savings*, Michigan.

³⁰ Ver: Holden, S. and Van Derhei, J. (2002); *Can 401(k) Accumulations Generate Significant Income for Future Retirees?* Employee Benefit Research Institute EBRI, Issue Brief, www.ebri.org.

Aunque la teoría del ahorro y del consumo en función del ciclo vital formula el principio de que ante la ausencia de intervención estatal los ahorros acumulados están determinados por los patrones de jubilación, en la práctica se presentan disfunciones a causa del envejecimiento demográfico, las expectativas de vida, el crecimiento económico, las preferencias de jubilación y las intenciones de transferir a las nuevas generaciones, vía herencia, el patrimonio acumulado, de tal modo que se registran importantes desviaciones en el valor agregado del ahorro y de la riqueza nacionales.

Por tal motivo, la política de pensiones de un Gobierno puede producir cambios en el comportamiento de las familias con relación al ahorro. Así, por ejemplo, la introducción de sistemas obligatorios de ahorro para la jubilación puede inducir a los ahorradores a considerar que con este ahorro es suficiente y dejen de ahorrar en otros instrumentos, especialmente entre aquellos de menores ingresos relativos, quienes deben realizar un esfuerzo más importante, debiendo limitar su consumo. Un cambio en el patrón de jubilación, verbigracia, el deseo de disfrutar de una pensión anticipada o diferida, puede, a su vez, aumentar o disminuir la propensión al ahorro y con ello a su volumen total.

El grado de proporcionalidad entre las aportaciones efectuadas y las prestaciones percibidas en los sistemas públicos de pensiones influye también en la propensión al ahorro de las personas. La mayoría de estos sistemas ofrecen a sus afiliados prestaciones superiores a las que obtendrían en el mercado privado de pensiones, como es el caso de los trabajadores de bajos ingresos y de los primeros afiliados al sistema, mientras que los trabajadores en el sector alto de remuneraciones perciben prestaciones inferiores a las del mercado. Hoy día, con el deterioro demográfico, la mayor parte de los nuevos incorporados al mercado laboral percibirán también menores prestaciones que las de un sistema privado de capitalización. Por ello, los economistas opinan que los que perciben más que las del mercado aumentarán su consumo en anticipación a las futuras prestaciones, mientras que en el caso inverso aumentará la propensión al ahorro.

Otro tema del análisis y debate económico se ha centrado en la pregunta de hasta qué punto la política de pensiones gubernamental afecta o incide en la tasa de ahorro nacional. Los interrogantes se refieren a si los programas de pensiones públicas reducen el ahorro a niveles inferiores a los que prevalecerían en ausencia de un programa de tal naturaleza, así como a si las medidas gubernamentales tendentes a promover el ahorro-pensión y aumentar los ingresos a la jubilación distorsionan o no el proceso normal de ahorro/inversión en el sistema económico. El efecto neto resultante entre aportaciones satisfechas y prestaciones percibidas probablemente reducirá la tasa nacional de ahorro en

aquellas economías en las cuáles el sistema público es de reciente implantación y sus afiliados esperan tasas de retorno superiores a las del mercado.

Por otra parte, es bien sabido que los sistemas públicos suelen operar bajo el régimen financiero de reparto, de tal modo que no existe un ahorro previo a la percepción de la pensión, siendo las tasas iniciales de cotización relativamente bajas y altas las prestaciones; todo lo contrario de lo que ocurre en los regímenes de capitalización, en los cuáles no se adquieren derechos de jubilación durante los primeros años por la sencilla razón de no haber madurado el sistema, ni haber acumulado el capital suficiente para garantizar el respectivo pago de la pensión.

En el caso de los Estados Unidos³¹ algunos estudios econométricos han llegado a la conclusión de que la introducción de cuentas individuales de capitalización dentro del sistema público de pensiones, destinando para tal fin una parte de la tasa de cotización, no solamente induce a que los sujetos económicos se jubilen a edades posteriores a las actuales, aumentando así la fuerza laboral, sino que parece existir evidencia empírica de que este mecanismo no sólo trae consigo una importante acumulación de capital para la jubilación, sino también un aumento de la tasa agregada de ahorro en la economía. Pero la evidencia internacional suele ser, a veces, contradictoria, porque ante un aumento del ahorro-pensión disminuye el ahorro efectuado en otros instrumentos.

No obstante, el antiguo Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Monetarios de la Unión Europea y actual Vicepresidente y Ministro de Economía y Hacienda, Solbes³² opinaba durante la presentación del Informe de la Economía Europea en 2002, refiriéndose a la financiación de los sistemas de pensiones, que *"...una capitalización parcial conduciría a aborros adicionales y a una significativa formación de activos financieros en los fondos de pensiones públicos y privados de la UE..."*, contribuyendo a la sostenibilidad a largo plazo de los sistemas públicos y al mantenimiento de los objetivos de la política social.

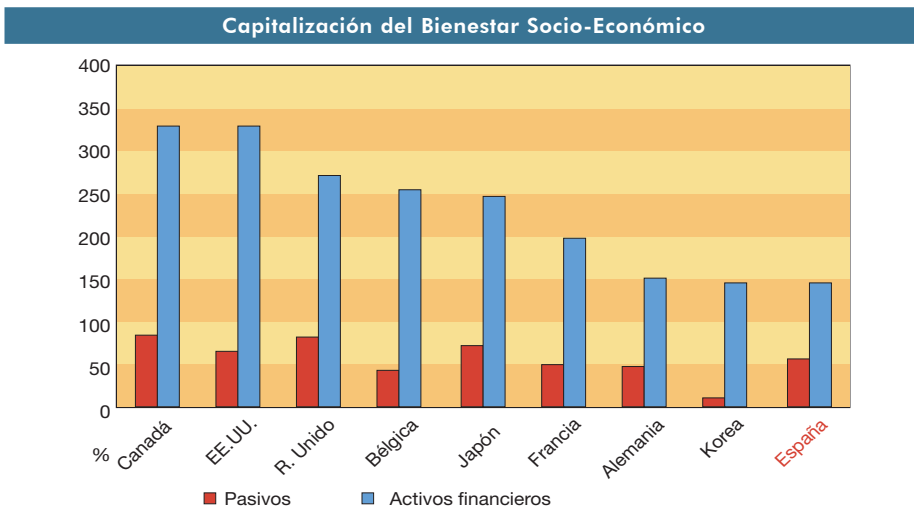
Es por ello que desde tiempo atrás otros autores³³ han señalado que *"...la importancia del ahorro para la jubilación nunca puede ser lo suficientemente enfatizada para la actual población trabajadora. La magnitud de los desequilibrios demográficos que están aflorando pone en entredicho la viabilidad de los sistemas de reparto. La obtención de altas tasas de rentabilidad sobre los activos destinados a la jubilación es sobre todo lo más importante para que el consumo no sufra menoscabo..."*.

³¹ Ver: Bosworth, B. and Burtless, (2004); *Supply-Side Consequences of Social Security Reform: Impacts on Saving and Employment*, Center for Retirement Research at Boston College, www.bc.edu/crr.

³² Ver: Brooksbank, D. (2002); *EU's Solbes sees benefit of funding pensions*, www.ipeonline.com.

³³ Ver: Seifert, W.G., Achleitner, A-K., Mattern, F., Streit C.C. and Voth, H.J. (2000); *European Capital Markets*, London.

De acuerdo con nuestro punto de vista, no solamente la protección social redistributiva lograda a través de las pensiones públicas constituye el fundamento esencial del *Estado de Bienestar*, sino también la capitalización privada mediante la acumulación de activos financieros en poder del sector familiar, razón por la cual muchos autores prefieren hablar de la *Sociedad del Bienestar*, para recalcar que no sólo el Estado contribuye a ello. En efecto, los países más ricos y con un mayor nivel de bienestar social y económico son precisamente aquellos que han estimulado el ahorro familiar, logrando que el saldo neto entre activos y pasivos financieros alcance las mayores cotas con relación al PIB, tal como se puede ver en la siguiente representación gráfica.



Fuente: Elaboración propia con estadísticas de la OCDE y Eurostat

Esta capitalización social³⁴ tiene, como veremos a continuación, efectos muy favorables para conservar la sociedad de bienestar, concepto mucho más amplio que el de estado de bienestar al incluir también, en el caso de las pensiones, los ahorros efectuados a través del 2º y 3er pilar. La combinación del reparto y la capitalización constituye un elemento estabilizador de todo el sistema de pensiones, sin que sea posible, *a priori*, determinar en forma general cuál debe ser la participación de cada uno de ellos, porque la combinación óptima depende de la situación demográfica, económica, nivel de prestaciones, tasas de crecimiento económico, rentabilidades en el mercado de capitales, etc. de cada país en particular.

³⁴ Ver: Stone, W. (2000); *Social capital, social cohesion and social security*, The Year 2000 International Research Conference on Social Security, "Social security in the global village", www.issa.int.

2.2 El envejecimiento y el ahorro

Sin embargo, no se debe consenso entre los economistas sobre el efecto del envejecimiento demográfico en el ahorro personal y familiar. La OCDE, en el ya citado estudio³⁵, uno de los más completos e interdisciplinarios publicados sobre las repercusiones del envejecimiento, opina que *“...la cuota de ahorro nacional se reducirá y el nivel de vida será más bajo, porque el envejecimiento deprimirá, a largo plazo, las tasas de ahorro nacional y privado, reduciéndose con ello el futuro crecimiento económico...”*.

Se señala en el mismo estudio que esta reducción dependerá de la relación existente, en cada país, entre la tasa de ahorro nacional y la de crecimiento demográfico, aunque opina que los sistemas de capitalización en la previsión social pueden contribuir a mitigar sus efectos y, agrega, citando otros estudios, que la evidencia disponible *“...sugiere que la capitalización previa puede incrementar, bajo ciertas circunstancias, el ahorro nacional, en especial cuando los que tradicionalmente ahorran poco son impelidos a entrar en sistemas de capitalización...”*. No obstante, dicho Organismo opina que los análisis exploratorios de su Secretaría General sólo indican crecimientos modestos del ahorro, aunque reconoce las conclusiones positivas de otros estudios y que existe cierta incertidumbre sobre la magnitud del ahorro movilizado.

El envejecimiento origina también importantes repercusiones en la aversión al riesgo de los inversores y, por ende, en la demanda de valores de renta variable, porque a medida que aumenta su edad, éstos se vuelven más renuentes a asumir los riesgos inherentes a esta clase de activo financiero, lo cual tiene consecuencias en el mercado de capitales, tanto nacional como internacional³⁶. En el caso de los Estados Unidos, por ejemplo, la inversión en acciones de las familias llega a su máximo en el grupo de edades 55-59 años con una participación de casi un 40% del total de activos financieros, edades a partir de las cuáles va disminuyendo su importancia relativa hasta situarse en un 23% aproximadamente en el grupo de edades conformado por las personas de 75 y más años. Esta tendencia, acentuada por la jubilación de la llamada generación de los *baby-boomer*, originará probablemente una baja en los mercados bursátiles de renta variable.

Por su parte, en la Unión Europea, las proyecciones efectuadas hasta el año 2050³⁷ sobre las variaciones de las tasas de ahorro e inversión indican que, en un principio, y ante la perspectiva de un periodo de jubilación más prolongado por la creciente esperanza de vida, la propensión marginal al ahorro privado,

³⁵ Ver: OECD (1999); *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*, Paris

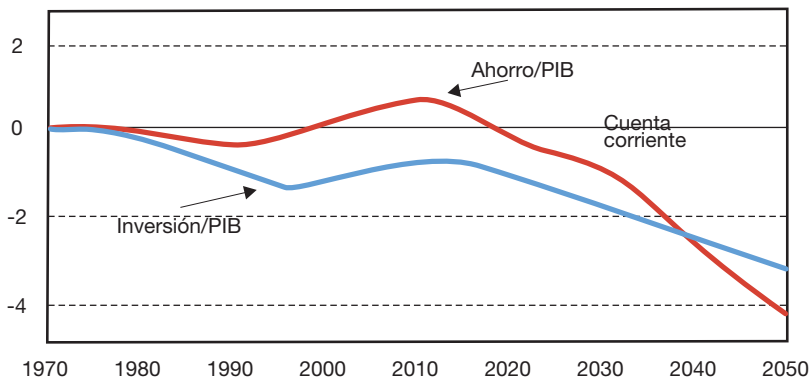
³⁶ Ver: Börsch-Supan, A. (2002); *Aging and International Capital Flows*, www.mea.uni-mannheim.de.

³⁷ Ver: Mc Morrow, K. and Roeger, W. (2002); *EU pension reform- An overview of the debate and an empirical assessment of the main policy reform options*, Economic Papers, European Commission, www.europa.eu.int.

tanto de los trabajadores como de los pensionistas, aumentará en términos porcentuales del PIB, aunque ello dependerá de la estructura demográfica y de la proporción entre personas económicamente activas y jubiladas - la propensión es menor entre la población jubilada que entre la activa - proporción que pasará de un 80%/20% en el año 2000 a un 67%/33% en el 2050.

Este cambio estructural traerá consigo un declive, después de 10 años de incremento, en las variaciones de las tasas de ahorro e inversión, según se recoge en el siguiente gráfico.

UE - Variaciones de las Tasas de Ahorro e Inversión respecto a 1970 - en % del PIB



Fuente: Mc Morrow, K. and Roeger, W. (2002); *EU pension reform-An overview of the debate and an empirical assessment of the main policy reform options*, Economic Papers, European Commission, www.europa.eu.int.

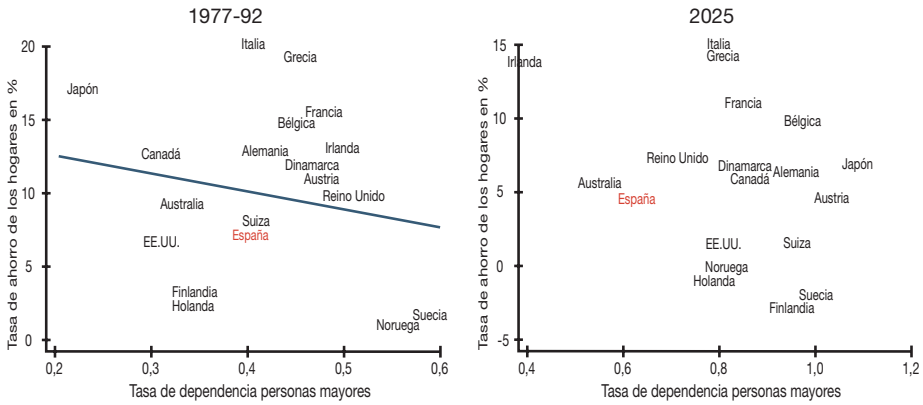
A similares conclusiones llega también Miles³⁸ en su investigación realizada algunos años antes, al constatar que en la mayor parte de los países analizados, durante los próximos 20 años se producirá, a causa del envejecimiento, ahorros anuales adicionales entre +0,5 y +1,9% de la renta, siendo la tasa española de 1,8%.

En el ámbito de la OCDE se ha realizado también un análisis³⁹ acerca de la correlación existente entre la tasa de ahorro de los hogares y la tasa de dependencia demográfica, referidas al periodo 1977-92 y su proyección para el año 2025, detectándose igualmente, respecto a esta variable, una tendencia decreciente del ahorro familiar, aunque en algunos países no es tan acentuada. En los sendos gráficos intercalados a continuación pueden observarse tales tendencias.

³⁸ Ver: Miles, D. (1996); *El futuro del ahorro y de la acumulación de riqueza*, Merrill Lynch.

³⁹ Ver: Disney, R. (1999); *Ageing and Saving*, Institute for Fiscal Studies, University of London.

Tasas de Ahorro de los Hogares y Tasas de Dependencia en 19 Países de la OCDE



Fuente: Disney, R. (1999); *Ageing and Saving, Institute for Fiscal Studies*, University of London.

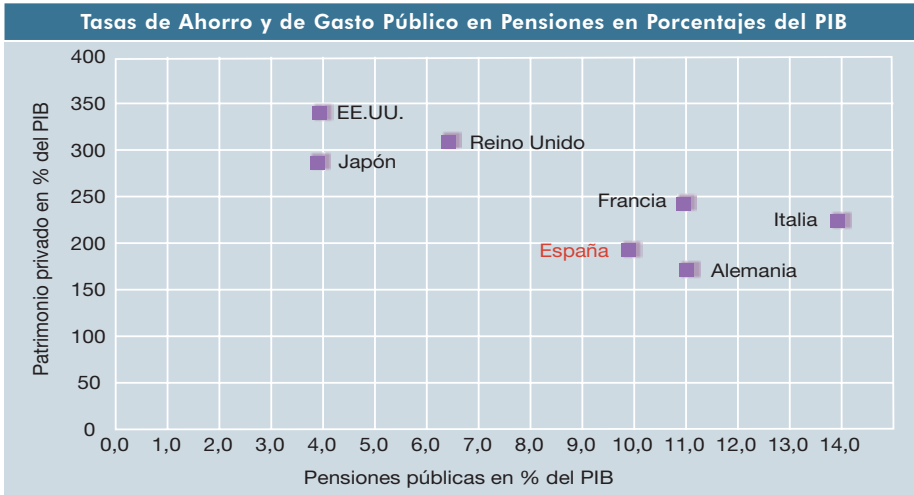
2.3. Los sistemas de pensiones y el ahorro familiar

2.3.1. Sistema público de pensiones

Aunque la interdependencia no es inequívoca y se debe otros factores que influyen de forma importante en el comportamiento del ahorro familiar, sí parece existir cierta correlación entre el nivel de cobertura de la Seguridad Social y el ahorro de las familias, razón por la cual, a raíz de varios estudios realizados en algunos países industriales, se ha desatado una polémica sobre la incidencia de los regímenes de Seguridad Social en el comportamiento del ahorro personal y sus repercusiones en el mercado de capitales. Sobre este tema es importante resaltar los trabajos de Feldstein y Gultekin en los Estados Unidos; de Denny y Rea en Canadá; de Markowski en Suecia; de Barros en Gran Bretaña; de Oudet en Francia y de Pfaff y Hurler en la República Federal de Alemania⁴⁰.

De acuerdo con el gráfico adjunto, cuánto mayor es el gasto público en pensiones, expresado en porcentajes del PIB, tanto menor es la formación de patrimonio privado, incluyendo aquél destinado a la previsión de la jubilación, de tal manera que la generosidad de los sistemas de pensiones públicos es contraproducente para el ahorro familiar y, por consiguiente, para el ahorro nacional y la financiación de las inversiones. Si el futuro financiero de la Seguridad Social estuviese garantizado sin nuevas cargas, ello no sería tan preocupante.

⁴⁰ Ver: Fustenberg, G. Von (1979); editor, *Social Security versus Private Saving*, Cambridge, Massachusetts.



Fuente: (2001) Deutsches Institut für Altersvorsorge -DIA- www.dia.de y Deutsche Bank Research, www.dbreserch.de.

Aunque no en todos los países se ha demostrado una evidencia o correlación entre el ahorro personal y el régimen de Seguridad Social, no cabe duda de que la sustitución del ahorro privado por un sistema estatal de pseudo-ahorro, engendra tendencias negativas, a corto, medio y largo plazo, en el nivel de ahorro personal y en el comportamiento de los ahorradores. Este fenómeno combinado con otros factores, tales como la inflación, el *status* tributario de las diferentes formas de ahorro, puede ser una explicación adicional del detrimento y disminución del ahorro doméstico en algunos países.

No por sutil deja de ser importante el influjo psicológico que pueda ejercer la Seguridad Social en dicho comportamiento, porque como anota von Fustenberg "...si a una persona cercana a su jubilación se le han ofrecido pensiones o beneficios crecientes, ella, con razón, considerará que ha tenido un incremento en su nivel de bienestar y patrimonio y que puede aumentar; por lo tanto, sus gastos de consumo de acuerdo con ello... lo cual trae consigo que el patrimonio nacional se reduzca, si definimos el patrimonio nacional como el valor presente o actual del futuro producto bruto del capital humano, material y de la tierra..."

Por otra parte, al sentirse ampliamente protegida una persona a través de mecanismos estatales de Seguridad Social, es obvio que ella disminuya en su presupuesto aquellas partidas destinadas al ahorro en sus diferentes formas, porque los sujetos económicos no son conscientes, ante las promesas gubernamentales, de que todo el mecanismo financiero de la Seguridad Social suele estar basado en el sistema de reparto que descansa en el llamado *pacto gene-*

racional, el cual, como ya vimos, puede degenerar en un verdadero *conflicto generacional* si las generaciones venideras que deben soportar una carga excesiva, más allá de una *razonable solidaridad*, originada por el envejecimiento demográfico y sus secuelas se oponen a tal exigencia.

Bajo el sistema de reparto se ha prescindido de cualquier ahorro y todo el mecanismo tiene como filosofía el que sean nuestros hijos y nietos los que se encarguen de financiar nuestras pensiones de jubilación y viudedad. Es un volver atrás, hacia el sistema primitivo de financiación de la vejez, pero ya no como antaño mediante la célula familiar, sino a través de los integrantes anónimos de las nuevas generaciones. En definitiva, las personas dejan de ahorrar creyendo que lo están haciendo a través del Seguro Social.

Con mucha razón comenta Jacobi⁴¹, citando a Dahlmanns y refiriéndose a la situación alemana, que con la extensión del Seguro Social obligatorio “...*el principal motivo de ahorro, la previsión para la vejez, ha desaparecido para una creciente parte de la población, porque el individuo puede asegurar su vejez solamente con sus cotizaciones, sin necesidad de procrear hijos, de formar un patrimonio y de trabajar mucho tiempo...*”, lo cual repercute negativamente en la tasa de natalidad y en la de ahorro, cuyo porcentaje sobre el PIB se redujo a la mitad desde 1960. Ello ha traído consigo una cultura marcadamente hedonista.

Con base en estudios empíricos realizados por Munnell⁴² en Estados Unidos para los períodos 1930-74 y 1947-74, la autora llega a la conclusión de que los resultados indican que “...*las prestaciones de la Seguridad Social tienen un efecto negativo muy grande en el ahorro en planes de pensiones*” agregando, más adelante, que “...*para cualquier nivel de ingreso, patrimonio y régimen jubilatorio, cada dólar adicional de cotización a la Seguridad Social implica, aproximadamente, un dólar menos en las reservas de los fondos privados de pensión...*” Finalmente, afirma que la Seguridad Social ha inducido una reducción del ahorro y la acumulación de capital, habiéndose producido, simultáneamente, una disminución dramática en el ahorro canalizado a través de los fondos privados de pensión, el cual pasó de un 30% con relación al ahorro personal total en los años 60, a un 22% en los años siguientes.

Refiriéndose también al caso estadounidense, Gultekin y Logue⁴³ concluyen que “...*el sistema de Seguridad Social afecta en forma adversa al ahorro personal; sin embargo, no resulta claro de si la causa primaria es debida a la*

⁴¹ Ver: Jacobi, M. (2000); *Alternativen zum Generationen-Vetrag der Rentenversicherung in Barwert- und Endwertbetrachtung*, VDD, Haar.

⁴² Ver: Munnell, A. H. (1979); *The Future of the U.S. Pension System en Financing Social Security*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington

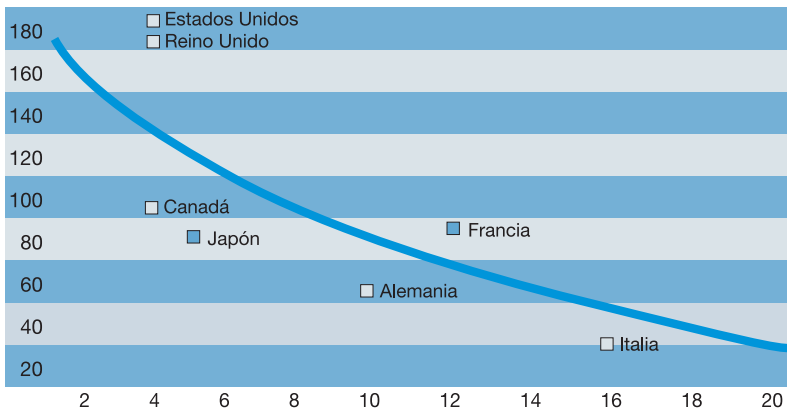
⁴³ Ver: Gultekin, N. B. y Logue, D. E., (1979); *Social Security and Personal Saving: Survey and New Evidence* en Fustenberg, editor, *Social Security versus Private Saving*

perspectiva de recibir pensiones o beneficios cuyo valor actual es mayor que el valor de las futuras cotizaciones o a causa de las actuales cotizaciones...”

También en Suiza se ha detectado empíricamente este efecto de sustitución, según anota Janssen⁴⁴ textualmente “...*el trabajo empírico realizado en nuestro instituto sugiere que la expansión de un sistema colectivo financiado por reparto simple, conduce a una reducción global en el ahorro nacional. Una extensión del sistema de fondos de pensiones, sin embargo, se espera que conduzca a un incremento...*”, cifrando dicho autor en 150 mil millones de francos suizos y en un 90% de la renta nacional, la magnitud aproximada a la que pueden llegar los fondos de pensiones, porcentaje hoy ampliamente superado.

Cuanto más generoso es en términos del PIB el sistema público de pensiones, menos importante es la acumulación de patrimonio institucional y personal, porque como ya hemos visto un efecto redistributivo muy fuerte de la renta nacional vía Seguridad Social trae consigo un gran endeudamiento implícito presente y futuro del sistema y una baja concientización de la población sobre la necesidad del ahorro, en general, y del ahorro-jubilación, en particular.

Activos de los Inversores Institucionales y Pensiones Públicas



Fuente: Sigma, *Finanzierungsprobleme staatlicher Rentensysteme: Marktpotential für Lebensversicherer*, Schweizer Rück, Zürich, 1998.

Por otra parte, en su testimonio ante la House Ways and Means Committee, Feldstein de Harvard anotaba, ya en 1975, que el sistema de Seguridad Social en los Estados Unidos había reducido en un 35% los ahorros personales y empresariales, añadiendo que el stock de capital estadounidense sería un 35% mayor

⁴⁴Ver: Janssen, M. (1982); *El sistema suizo de Seguridad Social, Simposio sobre reforma de la Seguridad Social en la década 1980*, Madrid.

y los salarios un 14% más elevados si no se hubiese presentado esta transferencia de recursos o *asset substitution*⁴⁵. Feldstein cree también que sin el Seguro Social, los estadounidenses ahorrarían entre 50 mil y 100 mil millones de dólares más al año, obteniendo una rentabilidad superior.

Los estudios empíricos de Grollier ya mencionados y de la OCDE⁴⁶, evidencian en el ámbito comunitario y de otros países industriales que existe una correlación entre la tasa neta de sustitución de los sistemas públicos de pensiones - expresada en este ejemplo como porcentaje sobre dos veces el salario medio - y los activos acumulados *per cápita* de los fondos de pensiones en el 2º pilar, de acuerdo con el gráfico incluido en el primer capítulo.

Otro aspecto íntimamente ligado con este punto estriba en las repercusiones de la Seguridad Social sobre el mercado de capitales de un país. No cabe la menor duda de que el Seguro Social estatal representa un típico caso de intervencionismo en el proceso económico, presentándose, por lo tanto, problemas y distorsiones no deseadas en la asignación eficiente de los ingentes recursos financieros por ella captados, así como una acentuación de los procesos de burocratización y, en algunos países, de ineficiencia administrativa, porque la Seguridad Social puede convertirse en un instrumento con fines políticos y en un reducto de prebendas.

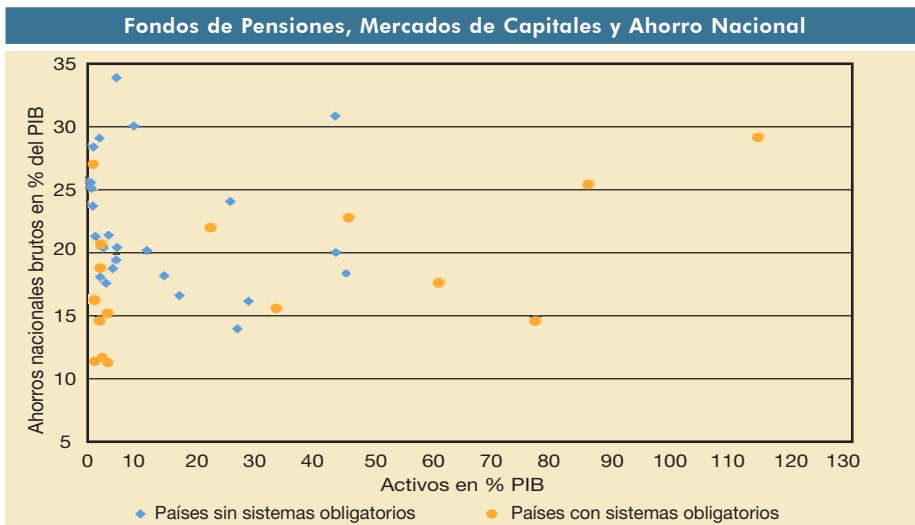
2.3.2. Sistema Privado de Pensiones

Ante el creciente endeudamiento implícito y oculto de la Seguridad Social y el declive de las tasas de ahorro originadas por el envejecimiento y su variable *tasa de dependencia de las personas mayores*, muchos economistas insisten en la necesidad prioritaria de estimular aún más el ahorro-previsión complementario y privado para compensar estos efectos y lograr el mantenimiento del sistema general de pensiones, pero con un componente mayor de capitalización, así como con una más adecuada equidad intergeneracional, rota actualmente por el alto nivel relativo de las prestaciones de la Seguridad Social, el envejecimiento y las altas tasas de desempleo. En otras palabras, consideran que se ha abusado del sistema de transferencias públicas y descuidado el de transferencias patrimoniales privadas, tanto para financiar nuestras pensiones como para disminuir el pasivo oculto de la Seguridad Social que tiene que soportar la generación venidera. De estas reflexiones parten muchas de las reformas propuestas ya comentadas para que la previsión social descanse, en buena parte, en sistemas de capitalización.

⁴⁵ Ver: McGill, D. M. editor (1977); *Social Security and Private Pension Plans; Competitive or Complementary?*, Homewood.

⁴⁶ Ver: OCDE (1998); *Retirement income systems: The reform process across OECD countries*, www.oecd.org.

Otros, por su parte, abogan por la introducción de sistemas obligatorios de pensiones en el 2º pilar, como lo han establecido algunos países, bajo la argumentación de que ello conduce a un aumento considerable de la tasa de ahorro personal, aunque la experiencia internacional sobre este instrumento no es inequívoca, según es posible observar en el siguiente gráfico - que hemos refundido de otros dos -, en los cuales se registran las tasas brutas de ahorro nacional y los activos de los fondos de pensiones en % del PIB en el caso de sistemas obligatorios y voluntarios



Fuente: Reisen, H. (2003); *Fondos de Pensión, Mercados de Capital y Ahorros Nacionales*, Centro de Desarrollo OECD, www.oecd.org/dev

Sobre la necesidad de un mayor grado de capitalización sin que deba ser forzosamente obligatorio, Miegel y Wahl⁴⁷ estiman en el caso alemán - con un seguro social obligatorio de pensiones menos redistributivo que el español, por existir una mayor equivalencia o proporcionalidad entre cotizaciones y prestaciones - que aproximadamente una tercera parte de las cotizaciones cumplen fines redistributivos y dos terceras partes de las mismas se reflejan en las pensiones, razón por la cual al analizar la importancia de la formación de patrimonio privado como instrumento de previsión social argumentan que, a diferencia de las transferencias sociales, una de las principales ventajas del patrimonio productivo radica en que no sólo significa una participación del ahorrador en la creación de valor o de riqueza, sino también en que contribuye activamente a ella, porque “...*el inactivo que dispone de un patrimonio pro-*

⁴⁷ Ver: Miegel, M. und Wahl, S.(1999); *Solidarische Grundversicherung, Private Vorsorge. Der Weg aus der Rentenkrise*, Augsburg.

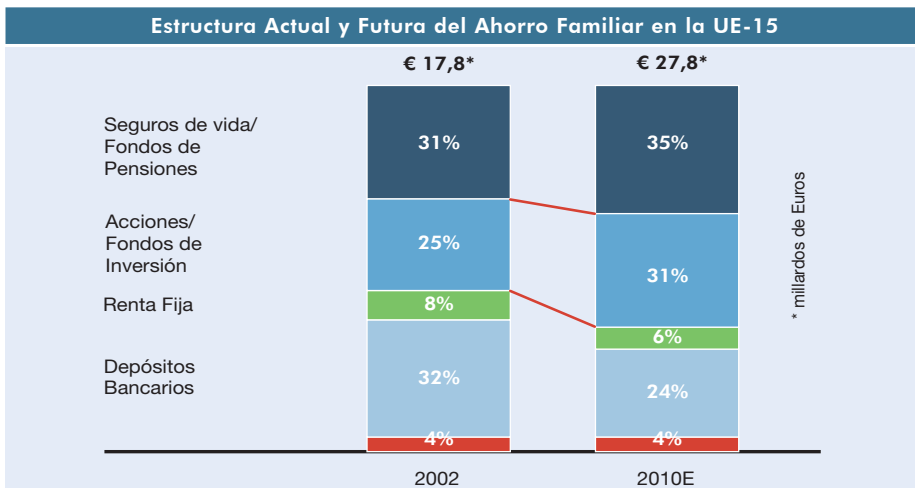
ductivo no es verdaderamente inactivo. Su única diferencia con el económicamente activo es que su contribución a la creación de riqueza no se traduce en trabajo remunerado. Sin embargo, él participa igualmente en la producción de bienes y servicios...”

Por tal motivo, para el propietario de patrimonio productivo la diferenciación entre activos e inactivos tiene apenas un significado muy relativo. Bajo patrimonio productivo, los mencionados autores consideran también el dinero o ahorro puesto a disposición con fines productivos por las economías domésticas como es el caso de las reservas constituidas en las empresas, cajas de pensiones o aseguradoras de vida para atender el pago de pensiones.

Al poner a disposición de los activos su patrimonio productivo se produce un intercambio permanente entre inactivos-activos y una interrelación mucho más tangible que la originada mediante las simples transferencias sociales. Las generaciones establecen entre ellas un intercambio más concreto y palpable de prestaciones recíprocas, lo cual estimula entre los jóvenes la predisposición de sostener a los mayores.

Pero lo más importante, según Miegel y Wahl, es que “...a través de esta estrecha concatenación entre prestaciones y contraprestaciones, la solución mediante la formación de patrimonio productivo garantiza, a diferencia de aquella mediante transferencias sociales, que ninguna de las generaciones sea sobrecargada. Los mayores pueden exigir de los jóvenes al haber formado patrimonio que les es de valor y utilidad a los últimos...” Por otra parte, la formación más intensa de patrimonio reviste, bajo el punto de vista macroeconómico, la gran ventaja de incrementar las inversiones y, con ello, la dinámica de la economía.

Naturalmente, la formación de patrimonio adolece también de algunas desventajas, tales como el relativamente prolongado tiempo que se requiere, razón por la cual debe comenzarse en los años de juventud, fase en la cual, no obstante, existe una actitud muy reacia a sacrificar consumo por ahorro. Además, por tratarse de un fenómeno exclusivamente individual, prácticamente no se establece ninguna solidaridad. A ello se añade que la formación de capital privado está sujeta a mayores riesgos financieros y económicos, como se ha puesto claramente de manifiesto durante la última y prolongada crisis de los mercados financieros y bursátiles, pero no se debe que olvidar, como ya anotamos anteriormente, que a largo plazo los índices de cotización acusan siempre un importante crecimiento y, por consiguiente, plusvalías, aunque ello no implica garantía alguna a nivel individual o colectivo.



Fuente: Goldbrunner, J. (2003); *Tendencias Futuras de las Pensiones Privadas en Europa*, I Congreso Internacional - Envejecimiento y la Protección Pública y Privada, ICEA, Madrid, www.icea.es y Fleischer, D. und Stanowsky, J. (2003) *Europäische Altersvorsorgemärkte: Reformtrends und Wachstumspotenziale*. Allianz Dresdner Asset Management, www.allianz.de.

En el gráfico anterior se indica la cuantía y estructura del ahorro de los hogares de la UE-15 en el año 2002, así como su posible evolución en el año 2010. De cumplirse estas estimaciones, en ocho años se habrá producido una importante mutación del ahorro, al aumentar la participación relativa del destinado a fondos de pensiones y seguros de vida de un 31 a un 35%, y, lo que es más significativo, el realizado en acciones y fondos de inversión de un 25 a un 31%, registrándose una disminución del realizado en depósitos bancarios y otros activos financieros.

2.3.2.1. Los regímenes financieros y la formación de capital

Para poder comprender y valorar mejor la importancia cuantitativa de los sistemas de pensiones y su contribución al ahorro contractual y relevancia para el mercado de capitales, es importante enumerar primero los principales regímenes financieros de dichos sistemas y sus diversos grados de capitalización, sin que pretendamos con ello profundizar en el análisis realizado en otra publicación sobre sus ventajas y desventajas⁴⁸. Fundamentalmente, los sistemas financieros se dividen en dos, a saber, los de reparto puro y aquéllos de capitalización. En la representación gráfica que se intercala más adelante, hemos trazado la evolución del coste, expresado como un porcentaje de los salarios o nómina, de los diferentes regímenes financieros a lo largo de los años.

⁴⁸ Ver: Pieschacón, C. (2000); *El Estado de Bienestar y el Pacto de Toledo*, ICEA, Madrid

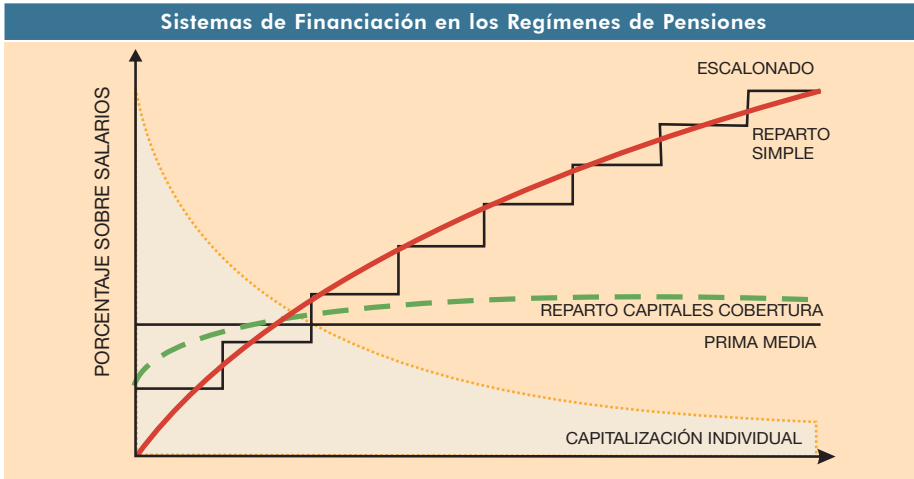
2.3.2.1.1. El sistema de reparto simple o de caja

Su definición es tan simple como su funcionamiento. Se satisface el pago de las pensiones siempre que haya dinero en caja. Los gastos se devengan en el momento de su pago, filosofía que no da lugar ni contempla en forma alguna la constitución de fondos de capitalización. Simple y llanamente, representa una distribución anual del coste de las prestaciones o pensiones entre la población activa o cotizante. Los recursos recaudados o captados durante un ejercicio son destinados, en su totalidad, a pagar las prestaciones correspondientes a dicho año; resumidamente *lo que entra por un bolsillo sale por el otro*.

Este principio es el imperante en la mayoría de los regímenes de Seguridad Social en el mundo, aunque muchos de ellos fueron instaurados bajo el régimen de capitalización parcial o total, pero con el devenir de los años y ante sus crecientes costes originados por la concesión de nuevas prestaciones sin contraprestaciones han sido transformados en sistemas de reparto, en algunos casos, como ya vimos, con una reserva de estabilización.

Durante sus primeros años, el sistema de caja o reparto funciona sin grandes fricciones ni contratiempos, porque el número de cotizantes siempre es mayor que el de beneficiarios, dado que un sistema de pensiones público, por generoso que sea, siempre establece unos requisitos mínimos de años de cotización y edad para acceder a sus prestaciones. Según se puede visualizar en el gráfico -curva roja-, el sistema de reparto simple tiene un coste creciente a lo largo de los años, independientemente del fenómeno del envejecimiento, por la sencilla razón de que durante los primeros años no se causa el pago de pensiones y por motivos obvios la tasa de cotización al sistema no se fija inicialmente en 0%, como podría hacerse en teoría. Pero este coste creciente se acentúa aún más por las secuelas del envejecimiento, especialmente por la prolongación de la vida humana y el deterioro de la relación entre activos cotizantes y jubilados.

Como ya vimos en el capítulo anterior en el apartado dedicado a los análisis realizados por organismos internacionales y centros de investigación económica, en algunos países será necesario hasta duplicar las actuales tasas de cotización para que el sistema público esté en capacidad de pagar los compromisos de pensiones; caso contrario, el sistema se verá abocado a reducir sus prestaciones o a recurrir a otras fuentes diferentes de ingreso mediante asignaciones del Presupuesto Nacional, el establecimiento de impuestos especiales o el aumento de alguno de los ya existentes. En definitiva, mediante una mayor carga financiera para la población económicamente activa, hecho que acentúa la falta de equidad intrageneracional.



Fuente: Pieschacón, C. (1982); *Fondos de Pensiones: Teoría y Praxis*, inédito, Madrid.

2.3.2.1.2. Los sistemas de capitalización parcial y total

Precisamente recurriendo a los sistemas financieros de capitalización parcial o total es como la técnica actuarial trata de suavizar o nivelar el coste anual con el fin de que transcurra lo más constante posible, ya sea en términos absolutos o relativos. La idea fundamental consiste en fijar una tasa o prima que durante un periodo o todo el tiempo sea mayor que la actuarialmente necesaria, constituyendo con la diferencia una reserva matemática, la cual capitalizada a la tasa de interés estipulada es utilizada para financiar posteriormente el faltante entre la prima o tasa requerida y la que se está percibiendo de los afiliados al sistema.

Uno de estos mecanismos de nivelación dentro del sistema de reparto es el denominado de prima escalonada, mediante el cual, para evitar costes crecientes durante un tramo temporal, se nivela la tasa y se crea una pequeña reserva, pero una vez agotada ésta se procede a un nuevo ajuste de la prima o tasa de cotización y así sucesivamente. En el gráfico estas pequeñas reservas temporales de capitalización están representadas por las superficies formadas entre la curva del sistema de reparto simple y la del sistema escalonado.

Otro mecanismo financiero de capitalización parcial, dentro del sistema de reparto pero con un mayor grado de formación de reservas, es el denominado reparto de capitales de cobertura -curva verde-, ocupando así un lugar intermedio entre el mecanismo de reparto simple y los de capitalización total. Antes de que se presente el hecho causante, generalmente la jubilación, así como también el fallecimiento en caso de pensiones de viudedad, no se constituye una reserva específica, pero en el momento de comenzar a pagar las respecti-

vas pensiones, se constituye una reserva equivalente al valor actual o constitutivo de éstas, siendo financiada por todos los afiliados activos en ese momento. Sin embargo, para evitar aumentos periódicos y de magnitud variable en las tasas de cotización - originados por por jubilación o fallecimiento- lo usual es prever en los respectivos cálculos actuariales la constitución paulatina de tales reservas, empleándose frecuentemente el régimen de prima escalonada. La reserva de capitalización equivale a la superficie entre las curvas roja y verde.

Este mecanismo trae consigo un coste inicial bajo, aunque no tanto como el mecanismo de reparto, el cual asciende hasta alcanzar cotas significativas, motivo por el cual no representa una solución ideal para los planes de pensión privados, aunque es utilizado en algunos regímenes de Seguridad Social con tasas escalonadas y crecientes de cotización.

La experiencia con este sistema a largo plazo tampoco ha sido positiva, porque su destino final, lo mismo que el de los sistemas de capitalización plena, siempre ha sido el mismo, a saber, la concesión de nuevas prestaciones o la ampliación del ámbito de cobertura sin aumentar las correspondientes tasas de cotización conducen a la extinción de las correspondientes reservas, lo cual obedece al convencimiento erróneo, como ya se anota en otro lugar, de que reserva es sinónimo de algo de libre disposición y no la materialización contable y financiera de un compromiso futuro, el cual no se puede cumplir si se no dispone de ella. Es un método no permitido en algunos países para planes privados de pensiones, tal como es el caso en los Estados Unidos, porque no reúne los requerimientos contemplados en la Ley *ERISA*.

Los sistemas de capitalización plena o completa eliminan, sin dejar de ser flexibles, prácticamente todas las desventajas anotadas del sistema de reparto simple y de capitales de cobertura. Existen diferentes métodos de cálculo actuarial para determinar el grado e intensidad del proceso de capitalización, pero todos ellos parten de la premisa de que cuando la persona activa se haga acreedora a la percepción de su pensión, debe existir un fondo acumulado suficiente para garantizar vitaliciamente el pago de la respectiva pensión. Con un enfoque idéntico son financiadas las pensiones de viudedad y orfandad. Cuando se trata de la capitalización individual, aunque su coste en cifras absolutas suele ser constante, expresado en forma porcentual sobre el respectivo salario es decreciente como se ve en el gráfico.

Aunque es muy loable el objetivo de constituir fondos de reserva en los sistemas públicos de reparto - como lo han hecho España y otros países en años recientes - a nuestro juicio no deben confundirse estos procesos con un verdadero régimen de capitalización si ellos no obedecen a una meta u objetivo

cuantitativo claro y resultante de un estudio y plan financiero-actuarial de cubrir sistemáticamente una parte de los compromisos de pensiones, actuales o futuros, mediante la respectiva reserva o de nivelar la tasa de cotización durante un periodo determinado de tiempo. De no ser así, tales intentos no dejan de ser, a nuestro juicio, una expresión de buena voluntad y una medida improvisada bajo la filosofía de constituir una reserva *por lo que potis contingere*.

Respecto al sistema financiero de prima media, éste logra su objetivo de mantener un coste constante, siempre y cuando se cumplan las hipótesis demográficas y la condición de que el sistema esté en el llamado *estado estacionario*, requisito imposible de cumplir con las actuales y futuras tendencias demográficas.

Es obvio, por lo expuesto anteriormente, que si los mecanismos de capitalización no son utilizados en los sistemas de pensiones o lo son en un grado de mínima o poca intensidad, no es de esperarse el advenimiento y desarrollo de los importantes instrumentos que configuran el ahorro contractual, cuyas características y ventajas para la economía, en general, y el mantenimiento de la protección social, en particular, analizaremos a continuación.

2.4. Los sistemas de pensiones y el ahorro contractual e institucional

Según las investigaciones efectuadas primordialmente en los años de posguerra, la estructura del ahorro nacional y personal en los principales países industriales ha tenido una importante mutación, reflejada en el proceso de diversificación financiera, en el cual el denominado ahorro contractual - los seguros de vida, los fondos de pensiones, los de inversión mobiliaria y la amortización hipotecaria - ha jugado un papel sobresaliente. Este proceso de diversificación puede observarse también en la participación porcentual de diferentes intermediarios financieros en la distribución de los activos totales durante algo más del siglo comprendido entre 1860-1967.

Certeramente, Didier afirma refiriéndose a los sistemas privados de previsión social basados en la capitalización que “...*el crecimiento del capital acumulado con vistas a la jubilación influye probablemente más en el funcionamiento de nuestra economía que el crecimiento de las rentas de las personas mayores...*”

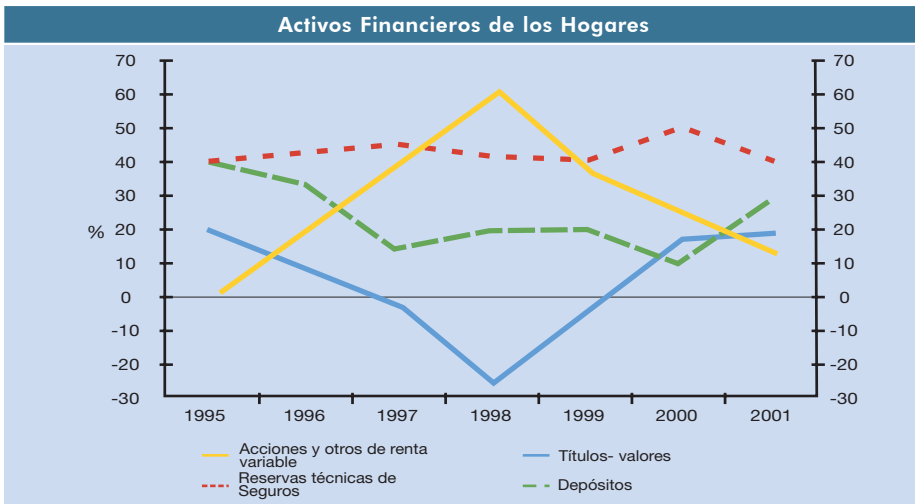
En un importante análisis econométrico, expertos del Banco Mundial⁴⁹ concluyen que el ahorro contractual constituye un poderoso instrumento al alcance de los Gobiernos para incrementar la oferta de recursos financieros estables y a largo plazo para la economía, dado que la mayoría de sus tenedores

⁴⁹ Ver: Impavido, G. and Musalem, A.R. (2001); *Contractual Savings, Stock and Asset Markets*, www.worldbank.org.

- o por disposiciones legales en el caso español - lo consideran ilíquido al ser un ahorro generalmente finalista y estar prevista su disposición, por consiguiente, para los casos concretos de la jubilación, el fallecimiento o la invalidez. Por ello, su estímulo y desarrollo suele tener un importante impacto en los mercados de capital, fomentando la capitalización bursátil de las empresas.

Las comparaciones en el ámbito internacional nos indican que la importancia relativa del ahorro contractual -circunscrito en este caso a los seguros de vida y los fondos de pensiones- varía considerablemente de país a país, correspondiéndoles los primeros lugares de la clasificación a aquellas economías que se caracterizan por poseer un sistema eficiente y amplio de pensiones complementarias, como es el caso de Holanda y el Reino Unido, Irlanda y los Estados Unidos, o un sistema privatizado de Seguro Social, como es el caso de Chile.

Esta estabilidad y constancia del ahorro contractual lo confirma la experiencia durante los últimos años en el seno de la UE, según se desprende del siguiente gráfico elaborado por el Banco Central Europeo, institución que en su estudio⁵⁰ sobre el comportamiento del ahorro entre 1995-2001 constata que aunque la cuota de ahorro familiar ha descendido dos puntos porcentuales con relación al PIB durante el periodo analizado, el canalizado hacia la adquisición de activos financieros se ha mantenido relativamente constante entre el 7,5-8,6% del PIB y el efectuado en seguros de vida y fondos de pensiones entre el 3,3-3,9% del PIB.



Fuente: Op cit. Nota 50.

⁵⁰ Ver: European Central Bank -ECB (2002); *Saving, financing and investment in the euro area*, Monthly Bulletin, August 2002, www.ecb.int.

Por otro lado, las estadísticas del Banco Central Europeo⁵¹ sobre el total de activos financieros y correspondientes al tercer trimestre de 2003 indican que las reservas de seguros y fondos de pensiones representaban el 24,4% del total, guarismo prácticamente idéntico al de la inversión en acciones; en los años comprendidos entre 1996-2003; tales reservas se incrementaron a tasas anuales entre el 6,4-6,7%, superiores a las tasas de crecimiento del total de activos financieros, situadas entre un 4,5-5,1% anual. Además, los hogares europeos han destinado a los fondos y seguros cada año, durante dicho periodo, más del 43% del total de activos adquiridos.

En una reciente investigación sobre el particular, Reisen⁵² llega a la conclusión, en función de los datos cruzados de los activos de las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones en 11 países durante el período 1982-93, “...*que los resultados del estudio arrojan una evidencia internacional, estadísticamente significativa, que apoyan la hipótesis de que los sistemas capitalizados de pensiones contribuyen a un mayor ahorro agregado...*”

El ahorro-pensión, tanto en su vertiente de plan de pensiones, plan de jubilación o contrato de seguro de vida, adquiere una preponderancia creciente en los mercados de capital de los países industriales, engendrando una mayor estabilidad en el proceso ahorro-inversión. El hábito al ahorro que él entraña constituye un elemento vital para combatir las presiones inflacionistas y para poder proseguir, con mejores perspectivas de éxito, una política coyuntural anticíclica.

Según los estudios realizados por la OEA⁵³ y el Banco Mundial⁵⁴, este instrumento de ahorro posee varias características, que lo distinguen y diferencian del ahorro discrecional, a saber:

- ❖ El ahorro se lleva a cabo mediante una relación contractual, en la cual se especifican claramente las prestaciones y contraprestaciones;
- ❖ El ahorro contractual se efectúa a largo plazo y a través de pagos en intervalos regulares, según lo estipulado en el respectivo contrato;
- ❖ El ahorro contractual suele ser finalista y, por ende, estar vinculado a una meta u objetivo determinado -seguros de vida, planes de jubilación, adquisición de vivienda- a diferencia del ahorro discrecional que pocas veces registra un fin tan preciso;

⁵¹ Ver: ECB (2004); *Financial and non-financial Accounts*, Monthly Bulletin, May 2004, www.ecb.int

⁵² Ver: Reisen, H., (2000); *Pensions, Savings and Capital Flows - From Ageing to Emerging Markets*, OECD, Paris.

⁵³ Ver: Organización de los Estados Americanos OEA (1974); *Ahorros Contractuales en América Latina*, Washington.

⁵⁴ Ver: Impavido, G., Musalem, A.R. and Tresse, T. (2001); *Contractual Savings and Financial Markets*, www.worldbank.org.

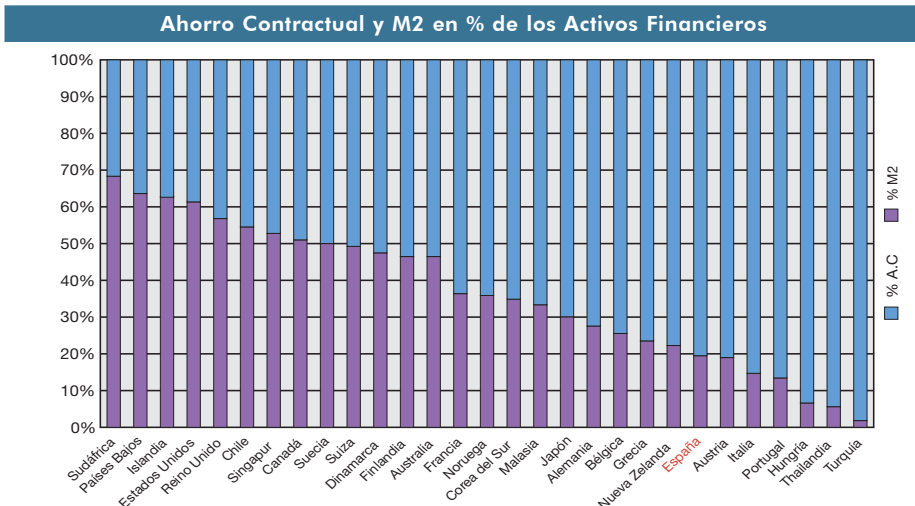
- ❖ A diferencia de otros activos financieros y a causa de su naturaleza o por disposiciones legales, el ahorro contractual suele ser ilíquido, característica de gran importancia para que el mercado financiero y de capitales pueda cumplir a cabalidad su función de transformación de plazos al ofrecer recursos a largo plazo necesarios para la financiación de inversiones, públicas y privadas, con un periodo de maduración de varios años, y
- ❖ Los intermediarios del ahorro contractual forman parte integrante y muy relevante de los llamados inversores institucionales, cuyo papel es dominante en los mercados financieros y de capitales desarrollados y maduros.

El organismo internacional que más se ha preocupado por estudiar y analizar las características, importancia e interrelaciones económicas del ahorro contractual ha sido el Banco Mundial, cuyos expertos opinan, además, que su desarrollo reduce la vulnerabilidad financiera de las empresas al mejorar su estructura financiera y sus ratios de endeudamiento a corto y largo plazo, así como el riesgo de refinanciación del Gobierno y el del sistema bancario respecto a la transformación de plazos. Adicionalmente, les permite a los ahorradores, beneficiarios o empresas promotoras de los planes de pensión y previsión una mejor gestión de los riesgos de longevidad, muerte e invalidez⁵⁵.

Las estadísticas sobre la composición de los activos financieros en poder de las economías domésticas reflejan claramente la circunstancia de que en aquellos países que han impulsado los sistemas complementarios o básicos de capitalización o han introducido reformas de estas características en sus sistemas de pensiones son aquéllos en los cuáles las familias disponen de un mayor porcentaje de instrumentos de ahorro contractual, según puede verse en el próximo gráfico.

Aunque no disponemos de una recopilación semejante con cifras más actuales, la descripción de los sistemas en los países analizados nos ha demostrado que dichos porcentajes de participación se han incrementado en los últimos años, habiendo aumentado la brecha frente a aquellas naciones más renuentes a adoptar sistemas de capitalización para abordar los problemas demográficos ampliamente analizados. Esta tendencia no sólo reviste un influjo negativo en el futuro desarrollo económico general de tales países, sino, lo que consideramos de suma importancia, en su capacidad para realizar las cada vez más costosas inversiones en I&D y, por lo tanto, en su capacidad competitiva en la economía mundial y comercio internacional.

⁵⁵ Ver: Catalan, M. Impavido, G. and Musalem, A.R (2000); *Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads?*, www.worldbank.org.



Fuente: Impavido, G., Musalem, A.R. and Tresse, T. (2001); *Contractual Savings and Financial Markets*, www.worldbank.org.

Adicionalmente, los países que permiten en su legislación las llamadas reservas contables, en la mayoría de los casos sin afectación de fondos o recursos financieros concretos en la empresa, reflejan también una importancia relativa mucho menor del ahorro contractual y, al mismo tiempo, mercados de capitales con menor capacidad de absorción y eficiencia, como nos lo puede demostrar en forma muy clara, verbigracia, la comparación entre Frankfurt y Londres.

2.5. Los sistemas de pensiones y el mercado de capitales

Identificados como un elemento consustancial del ahorro contractual, los sistemas de pensiones en régimen de capitalización parcial o plena cumplen multitud de funciones adicionales en el proceso de ahorro-inversión, de tal manera que las consideraciones que presentamos a continuación sobre el ahorro contractual tienen aquí plena aplicación.

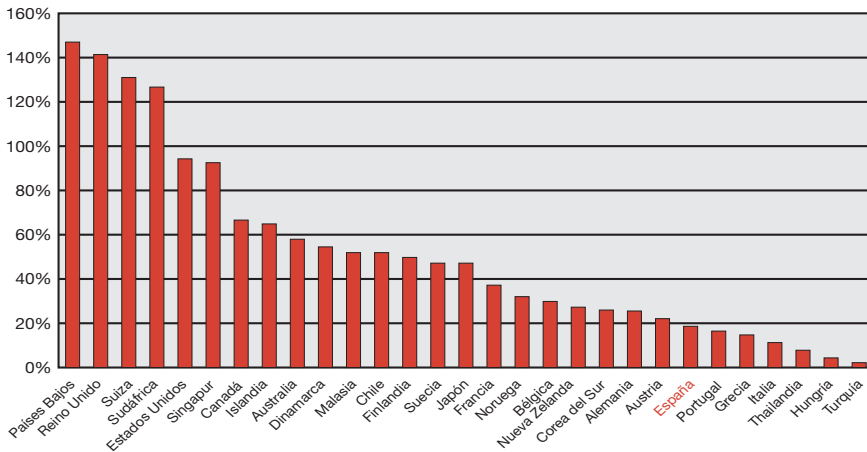
Los ahorros contractuales contribuyen especialmente a la llamada profundización de los mercados de capital, así como a proveer la necesaria liquidez para que puedan operar armónicamente y sin fricciones. Simultáneamente, fomentan el grado de competitividad de tales mercados y su capacidad de absorción, como lo demuestran en la práctica las plazas financieras de Londres y Nueva York, localizadas en países caracterizados por el gran desarrollo de los sistemas privados de pensiones.

La iliquidez del ahorro contractual garantiza también una gran estabilidad y una masa crítica a las entidades que intervienen en este proceso, porque es

prácticamente imposible que haya una retirada masiva de fondos. Esta estabilidad puede conducir a una reducción de los costes de intermediación y gestión. Por otra parte, el ahorro contractual y los inversores institucionales han contribuido decididamente a la innovación financiera y a una mayor eficiencia del mercado. No se debe que olvidar, por ejemplo, que la introducción del concepto y técnica del *assets-liabilities matching*, desarrollada en los años 50 del siglo pasado, proviene de la técnica actuarial aplicada a los sistemas privados de pensiones y de seguros.

Aunque se trate de cifras correspondientes al año de 1996 y, por consiguiente, algo desfasadas, en el gráfico siguiente puede apreciarse la importancia cuantitativa del ahorro contractual expresada como porcentaje del PIB en diversos países. Las naciones que ocupan las primeras posiciones son precisamente aquéllas que, según la descripción del *Capítulo I*, se han convertido en abanderadas de los sistemas privados de pensiones y de la capitalización individual.

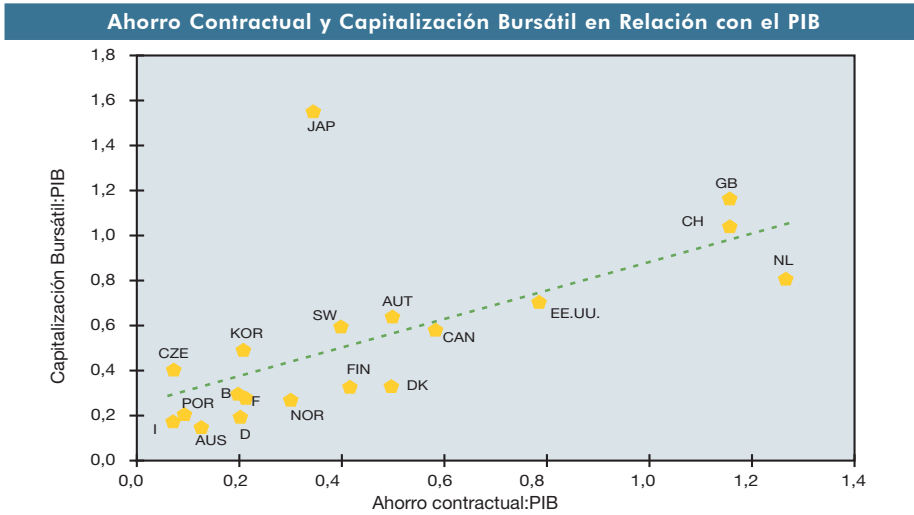
Activos Financieros correspondientes al Ahorro Contractual en Porcentajes del PIB - 1996



Fuente: Impavido, G., Musalem, A.R. and Tresse, T. (2001); *Contractual Savings and Financial Markets*, www.worldbank.org.

Las instituciones captadoras del ahorro contractual han jugado un papel preponderante, en algunos mercados financieros, en la modernización del mercado bursátil, en los sistemas de compensación de operaciones, en la introducción de nuevas normas contables más transparentes, así como en los mecanismos de auditoría contable, financiera y actuarial. Han sido clave, igualmente, en introducir un mayor grado de competencia como sucedió en el mercado neoyorkino de bonos de empresa, dominado hasta el advenimiento de estas instituciones por la banca de inversión.

Por otra parte, el ahorro contractual e institucional ha inducido una importante reducción de los costes de intermediación y transformación financiera, existiendo también según el siguiente gráfico una importante correlación entre ahorro contractual y capitalización bursátil.



Fuente: Holzmann, R. (2002); *Understanding the World Bank's Position on Pension Reform*, www.worldbank.org.

Pero la influencia y radio de acción del ahorro contractual no se limita a aspectos cuantitativos, sino también a algunos cualitativos que resultan beneficiosos para el buen funcionamiento de los mercados nacionales e internacionales de capital. En efecto, ellos han participado activamente en el establecimiento de normas legales sobre la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, sobre la información confidencial y conflictos de interés, como también sobre cuestiones relacionadas con el buen gobierno de las empresas y sobre la normativa de las Ofertas Públicas de Adquisición, porque como generalmente las regulaciones sobre el régimen de inversiones les prohíben poseer una participación mayoritaria o de control, es obvio que estos inversores institucionales constituyen el grupo más interesado en estos temas, llegando su intervención en muchos casos hasta los asuntos relacionados con la remuneración del personal directivo de las empresas en las cuáles son accionistas o inversores.

Un claro ejemplo de estas acciones en pro del mercado y sus principios de transparencia lo encontramos en la política de la TIAA-CREF, uno de los fondos de pensiones estadounidenses más grandes del mundo que ha establecido un programa de seguimiento y evaluación de las políticas y prácticas corporativas de aquellas empresas en la cual ha invertido sus recursos. Dicho programa

comprende 27 indicadores diferentes para la evaluación del buen gobierno de una empresa.

Siendo la función primordial del ahorro contractual la de asegurar o mitigar los riesgos financieros y sociales, es obvio que la institución del seguro y los fondos de pensiones haya desarrollado instrumentos adecuados para minimizar y compensar los diferentes riesgos inherentes a esta clase de actividad financiera. La prosecución de este objetivo trae consigo el desarrollo y la aplicación de técnicas de inmunización de carteras, mediante la cobertura de los respectivos riesgos o transformación de los mismos, incluyendo aquéllos relacionados con la volatilidad de los mercados financieros.

Recientes estudios de investigación llevados a cabo por el Banco Mundial y por la Universidad de Chicago, así como por Levine y otros autores⁵⁶ demuestran una fuerte correlación o razón de causalidad entre el desarrollo económico y el de los mercados de capital. La investigación de Levine abarca a 47 países durante el período 1976-93 y nos demuestra la evidencia empírica de tal aserto.

Tomando en cuenta sólo los fondos de pensiones, las cifras absolutas y relativas más recientes y relevantes sobre su importancia en los principales países de la UE-15⁵⁷ son las que presentamos en el siguiente cuadro, aunque todo parece indicar que se trata únicamente de los del sistema empleo. En el ámbito de otros continentes y países⁵⁸, los activos de los fondos de pensiones representaban el 75% del PIB en EE.UU. y el 62% en Australia, el 83% en Islandia y el 52% en Irlanda, el 47% en Chile y el 21% en Japón, el 11% en Nueva Zelanda y 10% en Bolivia, el 7% en Argentina y el 5% en Perú.

Aunque estas cifras, por provenir de diferentes fuentes y metodologías estadísticas, no son totalmente comparables⁵⁹, a lo cual se añade posibles duplicidades, no queda la menor duda de que nos ofrecen un panorama sobre el desarrollo de los fondos de pensiones en el mundo. Debemos resaltar el modesto desarrollo logrado en España con apenas un 5% respecto a los activos de los fondos en relación con el PIB, cifra inferior a la de países como Bolivia, Argentina y Perú, por ejemplo, cuyas economías no tienen ni la importancia ni el desarrollo de la española.

⁵⁶ Ver: Seifert, W.G., Achleitner, A.K., Mattern, F., Streit C.C. and Voth, H.J. (2000); *European Capital Markets*, London

⁵⁷ Ver: Martínez-Aldama, A. (2002); *Pension Funds Investments: Regulations and Overview*, III International Pension Funds Conference, www.inverco.es y EUROSTAT (2001); *Special Feature on Insurance and Pension Funds*, European Commission, www.europa.eu.int.

⁵⁸ Ver: Detragiache, E. (2003); *Company Pension Plans, Stock Market Returns, and Labour Demand*, IMF Working Paper, www.imf.org; Federación Internacional de Administradoras de Pensiones, FIAP, www.fiap.org.

⁵⁹ Ver: Salou, J.M. (2002); *Pensions Statistics: Improve international Comparability*, www.oecd.org.

Activos de los Fondos Europeos de Pensiones				
PAÍS	POBLACION, MILL.	ACTIVOS TOTALES USA \$MILLARDOS	ACTIVOS EN % DEL PIB	ACTIVOS PER CÁPITA USA \$ MILES
Austria	8,1	8	4%	1,0
Bélgica	10,2	26	10%	2,5
Dinamarca	5,3	166	89%	31,2
Finlandia	5,2	41	31%	7,9
Francia	58,8	95	6%	1,6
Alemania	82,3	286	12%	3,5
Irlanda	3,7	35	43%	9,7
Italia	57,7	195	19%	4,3
Países Bajos	15,7	558	141%	35,5
Noruega	4,4	39	24%	8,9
Portugal	10,8	12	10%	1,2
España	39,4	26	4%	0,7
Suecia	8,9	226	90%	25,3
Suiza	7,1	286	105%	40,3
Reino Unido	59,1	1241	90%	21,0

Fuente: Presentación: *Investment Restrictions, A European Perspective*. Año y Autor no identificados

Igualmente, la relación entre los activos de los fondos de pensiones y la capitalización bursátil del mercado accionario nos señala las grandes diferencias existentes en el grado de desarrollo del sistema privado de pensiones en la Europa comunitaria, porque mientras que la media de esta relación se sitúa en un 26,3%⁶⁰, ella abarca un amplio abanico entre el 73, 71% y 62% en Austria, Irlanda y Holanda respectivamente, mientras que en España, Italia y Francia, por ejemplo, a duras penas llega a un 5%.

En los últimos años los fondos de pensiones europeos se han convertido en los principales inversores institucionales en los mercados de capital⁶¹ y ocupan un lugar sobresaliente en las inversiones de capital en riesgo, tendencia de gran importancia en la financiación de I+D y los proyectos de nuevas tecnologías.

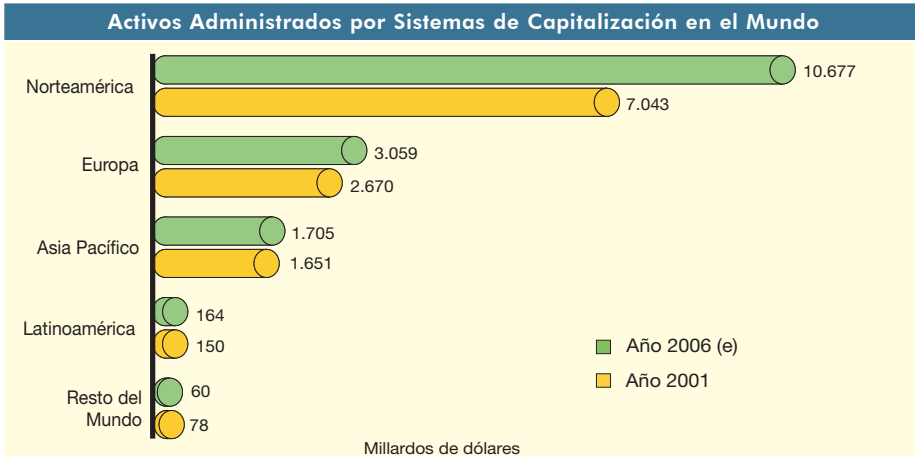
Gran revuelo ha despertado en años recientes la inclusión de los compromisos de pensiones de las empresas y su grado de cobertura en los criterios de las agencias de *rating* para calificar la capacidad de pago de las mismas, según comentamos en la parte pertinente del primer Capítulo.

Finalmente, a continuación presentamos la evolución gráfica prevista hasta el año 2006 de los activos administrados por sistemas de capitalización en el

⁶⁰ Ver: Feely, J. *Desarrollo de los Fondos de Pensión y Mercados Financieros Europeos*, EFRP, www.efrp.org.

⁶¹ Ver: Gwyn, Ch. (2003); *Europe's pension assets top 4trn* y Avery, H. (2002); *Pension funds are largest PE investors in Europe*, www.ipeonline.com.

mundo. De cumplirse esta proyección, no queda la menor duda de que se mantendrá la gran brecha existente entre América del Norte y Europa con todas las consecuencias ya comentadas en apartados anteriores.



Fuente: Asociación de AFP (2002); *Sistemas de Pensiones en Europa Tienden Hacia Esquemas de Capitalización*, Serie de Estudios, Número 25.

3. Los sistemas de pensiones y la competitividad internacional

A la par con el fenómeno del envejecimiento y su creciente percepción por parte de la opinión pública y de la clase política y ante los procesos de globalización económica y deslocalización geográfica de las empresas, el tema del coste de las pensiones, especialmente el de las públicas y la competitividad internacional han adquirido gran actualidad.

Expresado en forma más simple, existe temor de que las altas tasas de cotización originen mayores costes laborales que repercutan en el precio de los productos y con ello en la competitividad empresarial, corriendo el peligro de perder mercados de exportación, situación que puede derivar en déficit en la balanza comercial, salarios domésticos más bajos y mayores tasas nacionales de desempleo.

Aunque en su índice de competitividad internacional, el *Institute for Management Development*⁶² en Lausanne contempla para tal fin 220 indicadores resumidos en ocho criterios esenciales, ocupando los aspectos relacionados con los costes laborales un lugar importante dada la magnitud de sus cifras y relevancia para la finanzas de un país y los cuáles se encuentran incluidos en el punto octavo.

⁶² Ver: Institute for Management Development (2000) *World Competitiveness Yearbook*, www.imd.ch.

Tales criterios son los siguientes:

1. La solidez de la economía nacional de cada país;
2. La calidad de su infraestructura básica y tecnológica;
3. Las transacciones financieras y de comercio internacional;
4. La calidad de la gestión empresarial de su sector privado;
5. La política fiscal del gobierno;
6. Las actividades científicas y de investigación nacionales;
7. Los costes del capital, y
8. El tamaño y calidad de la fuerza laboral.

Pese a que en los análisis de la economía clásica sobre el libre mercado se ha considerado que los aumentos de las tasas de cotización de las empresas a los sistemas públicos de pensiones son asumidos por los empleados, al repercutirlos éstas íntegramente mediante salarios reales más bajos, la realidad cotidiana nos demuestra que tales supuestos no se cumplen por dos motivos fundamentales, cuáles son el establecimiento de salarios mínimos por parte del Gobierno y los procesos de la negociación colectiva, los cuáles no permiten o dificultan que se produzca el mencionado traslado del coste.

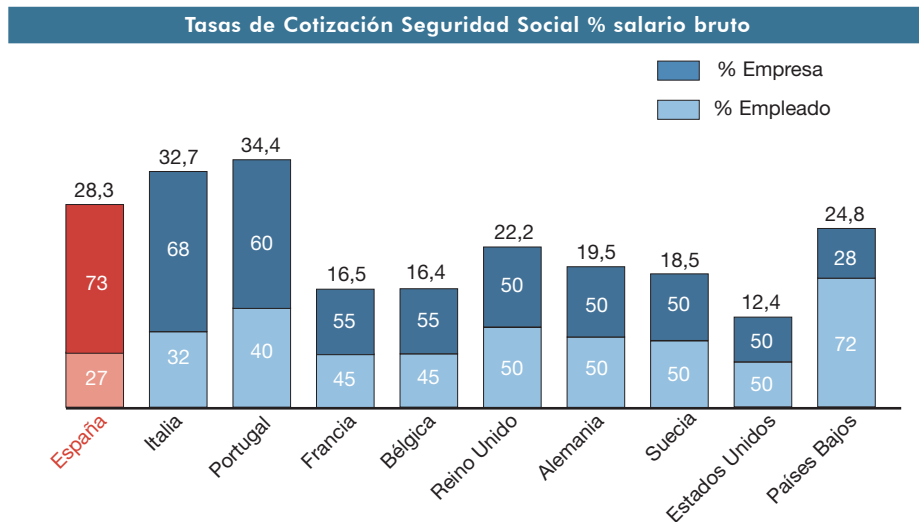
Sin embargo, el modelo clásico considera que aunque las cotizaciones sociales al sistema de pensiones originen un aumento de los costes laborales, la capacidad competitiva internacional y la respectiva localización geográfica se mantendrán, porque los ajustes necesarios se llevarán a cabo a través de los tipos de cambio; al aumentar el nivel general de precios se reducirá el tipo de cambio de su moneda en los mercados cambiarios y de capitales.

Pero es obvio que el establecimiento de un tipo de cambio o paridad fija de una moneda - caso del euro - impide este mecanismo de compensación, de modo que, en resumen, las cotizaciones sociales encarecen el factor de producción trabajo y, por consiguiente, repercuten negativamente en los costes de producción y en la capacidad competitiva de un país por las siguientes tres razones:

- ❖ Porque la política laboral impide disminuciones salariales;
- ❖ Por la prosecución de una política gubernamental de contención o regulación de precios, y
- ❖ A causa de los tipos de cambio fijos.

De acuerdo con cifras contenidas en la publicación de la OCDE sobre las contribuciones e impuestos que gravan los salarios⁶³, las tasas de cotización a la Seguridad Social en la Unión Europea son consideradas como muy elevadas según el comentario del *Financial Times* ya citado.

Pero no solamente el nivel relativo influye en la capacidad competitiva de las empresas, sino también su distribución entre empleados, empresa y, en algunas ocasiones, el Estado. Limitándonos exclusivamente a las tasas de cotización para las prestaciones de vejez, invalidez y viudez, o sea, excluyendo las previstas para atender las otras prestaciones, hemos elaborado el siguiente gráfico con las cifras contenidas en la publicación *Social Security Programs Throughout the World*⁶⁴ de la *Social Security Administration* de los Estados Unidos.



Fuente: *Social Security Programs Throughout the World*, (1999) y (2003) Social Security Administration, www.ssa.gov, Elaboración propia

Pero como recalca recientemente Hemming⁶⁵, “...en los programas de Seguridad Social de reparto, las mayores pensiones proyectadas a futuro no se reflejan en las actuales tasas de contribución...” de tal modo que de no tener alguna clase de reforma u otra fuente de financiación, los sistemas públicos se verán abocados a aumentar sus tasas de cotización, las cuáles, como vimos en el *Capítulo III*, pueden llegar hasta duplicarse en las próximas décadas.

⁶³ Ver: OECD, (2000) *Taxing Wages- Taxes on Wages and Salaries, Social Security Contributions for Employees and their Employers, Child Benefits, 1998-1999*, Paris.

⁶⁴ Ver: Social Security Administration, (1999 y 2003) *Social Security Programs Throughout the World*, www.ssa.gov.

⁶⁵ Ver: Hemming, R. (2003); *Reforma de Pensiones y Déficit Fiscal*, Seminario FIAP, Cancún, www.fiap.org

Naturalmente, no sólo las cotizaciones a los sistemas públicos o privados de pensiones constituyen, aunque sí son la parte de león, la totalidad de los costes laborales. En primer lugar, los sistemas de Seguridad o Seguro Social suelen tener a su cargo otras prestaciones que, en promedio, significan del 40-60%, según el país correspondiente, de las prestaciones sociales, las cuáles, según cifras del CSIS⁶⁶, se situarán en los principales países industriales entre un 16,6% y un 17,6% del PIB en Australia y el Reino Unido, respectivamente, hasta un 32,0% y 33,1% en Italia y España.

En nuestro país, por ejemplo, el envejecimiento de la población generó un millón más de días de hospitalización durante 1997 con relación al año anterior, debido fundamentalmente a la atención a las personas mayores de 65 años de edad⁶⁷.

La liberalización del movimiento de capitales, bienes, servicios y personas aumentó en forma insospechada la movilidad laboral y social, razón por la cual la OCDE estima que en la próxima década un trabajador cambiará durante su vida laboral, en promedio, seis veces su lugar de empleo. Con los acentuados procesos de globalización y deslocalización geográfica, ya no solamente es importante el grado de competitividad empresarial, sino también el de los Estados, especialmente en mercados, como el europeo, en avanzados procesos de integración y liberalización interna⁶⁸. Además, la creación del euro y los importantes progresos logrados en el proceso de integración económica, política y social de Europa Occidental han traído consigo un alto grado de interdependencia entre los diferentes países europeos y atlánticos, proceso que en mayo de 2004 recibió un nuevo impulso con la ampliación de la UE a 25 países.

La reacción empresarial ante estas tendencias han sido innumerables fusiones, hostiles o amistosas; alianzas estratégicas; privatizaciones y salidas a bolsa; acentuados procesos de deslocalización industrial y administrativa, así como nacimiento de grandes conglomerados industriales, financieros y de nuevas tecnologías, no sujetos al control global de ningún Estado. La empresa transnacional se ha convertido en uno de los símbolos de la globalización económica y ha inducido un proceso de concentración de poder económico, pero, al mismo tiempo, ha contribuido efectivamente a nuevas inversiones en el exterior y a la creación de puestos de trabajo.

⁶⁶ Ver: Jackson, R. and Howe, N. (2002); *Preliminary Results from the CSIS Aging Vulnerability Index*, The Center for Strategic and International Studies, www.csis.org.

⁶⁷ Ver: Instituto Nacional de Estadística (2000); *Encuesta de Morbilidad Hospitalaria de 1997*, www.ine.es

⁶⁸ Ver: Holzmann, R., Palacios, R. and Zviniene, Z. (2004); *Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective*, Social Protection Discussion Paper Series, World Bank, www.worldbank.org

Como es fácil suponer, la lógica consecuencia de estas tendencias ha sido una fortísima intensificación de la competencia en los ámbitos nacional, comunitario e internacional, la cual, a su vez, ha retroalimentado los fenómenos mencionados anteriormente y ha engendrado importantes repercusiones directas e indirectas sobre las empresas, el mercado de capitales y financiero y, quizás, el aspecto más relevante en el tema de este ensayo, sobre el mercado laboral y la protección social tanto en la Europa Comunitaria como en el ámbito internacional, porque como indica con mucha razón Rösner⁶⁹ “...del proceso de reducción de las áreas industriales claves y de la racionalización de las actividades más simples del sector de servicios los más afectados serán aquellos trabajadores menos cualificados...”.

Como consecuencia de estos factores, la globalización ha significado para la política social una pérdida paulatina del poder del Estado nacional, reduciendo considerablemente su capacidad de acción y acentuando la competencia de localización geográfica, porque los grandes conglomerados buscan los lugares más convenientes y con menores costes salariales y extrasalariales, entre los que sobresalen las cotizaciones a la Seguridad Social.

Es por ello que el concepto de Estado competitivo o competidor -definido como aquél que toma las medidas conducentes para hacer atractiva su localización o que por su evolución histórica y política económica ya lo es- va ganado cada vez más adeptos. La reciente ampliación de la Unión Europea lo demuestra palpablemente, al incluir naciones que han efectuado importantes reformas tributarias, verbigracia Eslovaquia con una tasa única de tributación del 19% aplicable a toda clase de impuestos - sociedades, renta e IVA. Algunas autonomías españolas han tratado de atraer a las empresas con políticas similares. La reacción de los países con una alta presión fiscal -Alemania y Francia - tratando de imponer en el seno de la UE-25 una tasa mínima de tributación para el impuesto de sociedades no parece que goce de gran aceptación y sea implantada. A nuestro juicio, no existe motivo alguno por el cual no se pueda aplicar también a los Estados nacionales el sano principio de la competencia, porque al final el único beneficiado es el consumidor.

Mientras que en la era de la revolución industrial todos los esfuerzos se concentraban en la producción de bienes materiales y se le prestaba muy poca atención a los respectivos servicios, desde hace unos 30 años se ha producido otra revolución en el mundo industrial, al pasar su economía a ser fundamentalmente de servicios, fenómeno que ha transcurrido paralelo con los procesos de globalización e integración económica.

⁶⁹ Ver: Rösner, H. J. (1997); *Beschäftigungspolitische Implikationen des Globalisierungsphänomens als Herausforderung für den Sozialstaat* en “Reform des Sozialstaats I”, Berlin.

Como ya anotamos, los relativamente altos costes de la mano de obra en los antiguos centros industriales, inducidos, en parte, por la extensión por doquier de la protección social, han estimulado el desplazamiento de muchas actividades industriales hacia los llamados países periféricos y emergentes, cuyo coste de mano de obra es mucho más bajo. Esta, en el lenguaje de hoy día, deslocalización industrial y, simultáneamente, el advenimiento de novedosas y muy productivas tecnologías ha modificado sustancialmente la estructura ocupacional de la clase trabajadora, cuyo gran porcentaje se ocupa hoy en el sector servicios⁷⁰.

Según una encuesta realizada con las mayores 500 empresas europeas por la Conferencia de la Naciones sobre Comercio y Desarrollo, *UNCTAD* y la empresa *Roland Berger Strategy Consultants*⁷¹ de Munich, la mitad de ellas tenían previsto trasladar durante los próximos años parte de sus servicios al exterior, impedidas fundamentalmente por el deseo de reducir costes y mantener su capacidad competitiva. Con un 61% de las empresas, la británicas eran las más proclives a la deslocalización, seguidas por las alemanas y las pertenecientes a los países del Benelux. Los principales destinos eran Asia, especialmente la India, con el 37% de los casos y la misma Europa Occidental con el 29% y Europa Oriental con el 22%. Las empresas encuestadas indicaron que estos traslados les significaban una economía entre un 20-40% en los costes. Asimismo, la encuesta detectó que el 80% de tales deslocalizaciones se habían realizado con éxito.

En el caso concreto de la UE-25 los costes laborales de los nuevos miembros - en algún caso equivalentes a la quinta parte de un antiguo país - y sus sistemas de pensiones basados en regímenes de capitalización con una tasa de cotización inferior a los de reparto de la antigua Europa Occidental, constituyen una importante brecha que incentiva el desplazamiento de muchos centros de trabajo y de producción, lo cual significará una importante competencia para las antiguas economías de la UE-15 con altos costes laborales, aunque con una mayor productividad. En efecto, el coste de la hora de trabajo en la UE-15 era de € 22,21, mientras que en la UE-25 se situaba en € 19,09 y la productividad por empleado, de € 57.600 y € 51.900 respectivamente.

Aunque ello implica que la UE-25 será más competitiva internacionalmente, en el mercado comunitario las fuertes diferencias de los salarios por hora - desde € 2,42 en Letonia, pasando por € 2,71 en Lituania y € 3,03 en Estonia, € 3,90 en la República Checa y € 4,48 en Polonia hasta € 8,98 en Eslovenia y € 10,74 en Chipre - acarrearán forzosamente, como ha estado ocurriendo antes de la

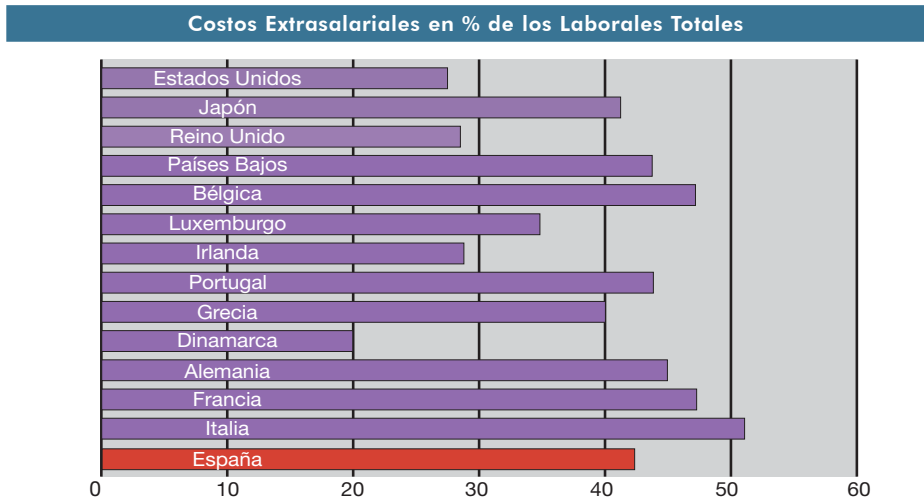
⁷⁰ Ver: Gianini, O. (2000); *The Globalisation of Services in Economic Theory and Economic Practice: Some Key Issues* en "Progress Newsletter", Geneva Association,

⁷¹ Ver: Williams, F. (2004); *More European companies moving services offshore*, Financial Times, June 15 2004, www.ft.com y www.unctad.org.

ampliación efectiva, una fuerte deslocalización⁷². Al factor del coste salarial por hora, se debe añadir el de las cargas extrasalariales, generalmente más bajas en los 10 nuevos socios comunitarios.

No se debe que pasar por alto que ya en España se han registrado varios casos concretos de desplazamiento al exterior de empresas. Pero lo que es más importante y se olvida con frecuencia, es que nuestro país debe en buena parte su industrialización, surgimiento e importante desarrollo económico a partir de los años 60 del siglo pasado precisamente al desplazamiento de centros de producción de otros países hacia el territorio español para aprovechar el menor nivel de costes laborales, lo cual no es óbice para que haya surgido una importante polémica y controversia sobre el tema⁷³.

Además de los costes inherentes al sistema público de pensiones, las empresas, ya sea por convenio colectivo o voluntariamente, suelen conceder otras prestaciones y liberalidades a su empleados, los cuáles conjuntamente con las cotizaciones sociales constituyen los llamados costes extrasalariales, cuyos porcentajes en algunos países seleccionados son los que se presentan gráficamente a continuación.



Fuente: Link, F. J, *Lohnstückkosten im internationalen Vergleich*

Como ya vimos en el primer *Capítulo*, las agencias internacionales de rating o calificación han incluido ya a los compromisos de pensiones de las empresas como una parte integrante de sus riesgos a largo plazo y, por ende, en su capa-

⁷² Ver: *El difícil 'puzzle' de Europa*, El País, Domingo, 2 de mayo de 2004.

⁷³ Ver: López. L.M. (2004); *La era del empleo emigrante*, El País, 13 de Junio de 2004.

cidad crediticia. Anotamos también que ante el creciente envejecimiento demográfico y las desfavorables tasas de dependencia por él inducidas, algunas agencias se han planteado incluir en sus calificaciones sobre la deuda soberana de los Estados, el pasivo o deuda implícita de los sistemas públicos de pensiones conjuntamente con la explícita, lo cual significaría que en la captación de recursos financieros algunos Estados, por la naturaleza de su sistema de pensiones, serían más competitivos que otros. Así, por ejemplo, S&P⁷⁴ opina que “...*la calificación crediticia de la deuda soberana de los países del la UE-15 con altas calificaciones pueden experimentar presiones hacia la baja si no se logran progresos en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales para contrarrestar los retos financieros provenientes de sociedades envejecidas...*”

La magnitud que ha alcanzado la deuda implícita de pensiones ya sobrepasa en algunos países, Alemania y Francia, por ejemplo, la cuantía de la explícita, de tal modo que sumadas las dos resultan guarismos muy importantes en relación con el PIB⁷⁵ y que preocupan a las agencias calificadoras de riesgos y que acentúan las transferencias futuras de recursos financieros de las nuevas generaciones a las anteriores⁷⁶. Sobre el particular, algunos analistas consideran que los compromisos o promesas públicas en concepto de pensiones en la mayoría de los países desarrollados son insostenibles y que “...*la seriedad del reto es enmascarado en las proyecciones oficiales al asumir las hipótesis de cálculo más favorables...*”⁷⁷, añadiendo que los sistemas de reparto no están en capacidad de seguir garantizando la jubilación, motivo por el cual Truglia, Consejero Delegado de Moody's, ha afirmado que “...*no es una cuestión de 'si', sino de 'cuándo'...*” Paradójicamente, los sistemas de reparto tuvieron amplia acogida y aceptación por parte de los afiliados y empresas, quienes confiaban más en el Gobierno y los sistemas públicos que en los mercados financieros y los sistemas privados, mientras que hoy en día sucede exactamente lo contrario.

Desafortunadamente, las cifras sobre la deuda implícita de pensiones en diversos países no suelen ser siempre comparables entre sí por no existir una metodología homologada internacionalmente sobre las variables y el método de cálculo respectivo, de tal modo que los resultados obtenidos difieren entre los diferentes autores u organismos, aunque se trate del mismo país. Además, las cuantificaciones existentes se han realizado con diferentes años de referencia,

⁷⁴ Ver: Standard & Poor's (2001); *Western Europe Past Its Prime--Sovereign Rating Perspectives in the Context of Ageing Populations*, www.standardandpoors.com.

⁷⁵ Ver: Holzmann, R., Palacios, R. and Zviniene, Z. (2004); *Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective*, Social Protection Discussion Paper Series, World Bank, www.worldbank.org.

⁷⁶ Ver: Jousten, A. and Pestieau, P. (2001); *Labour Mobility, Redistribution and Pensions Reform in Europe*, Center for Economic Policy Research, www.cpr.org.

⁷⁷ Ver: Jackson, R. (2002); *Global Retirement - Crisis, The Threat to World Stability and What to Do About Security's Financing Gap*, Center for Strategic and International Studies, www.csis.org.

lo cual dificulta aún más las comparaciones. Finalmente, gran parte de las cifras que presentamos a continuación se remontan a mediados de la década de los 90 del siglo pasado y no reflejan la actual situación, habida cuenta de que algunos países sí han introducido reformas de cierto calado en sus sistemas públicos adoptando elementos importantes de capitalización -la cual, como es obvio, reduce dicha deuda-, mientras que otros se han contentado con pequeños retoques. Pero pese a estas limitaciones, las cifras dan una clara idea del grado de endeudamiento de los diferentes gobiernos.

De acuerdo con el estudio de dos expertos del Banco Mundial, estas son las cifras estimadas de las deudas implícita, explícita y total en algunos países seleccionados miembros de la OCDE, magnitudes que por los motivos anotados y no corresponder a los mismos años - en el caso concreto de la deuda implícita calculada por diferentes instituciones hemos tomado la cifra más alta - no son comparables, pero que, no obstante, si constituyen un punto de referencia sobre el endeudamiento de las naciones y su posible capacidad crediticia⁷⁸:

Deuda Implícita, Explícita y Total de algunos Gobiernos en el Área de la OCDE -%PIB			
PAÍS	DEUDA IMPLÍCITA	DEUDA EXPLÍCITA	TOTAL
Bélgica	101	136	237
Canadá	121	96	215
Dinamarca	117	69	186
Francia	265	48	313
Italia	357	129	386
Japón	162	83	245
ESPAÑA	129	63	192
Reino Unido	156	46	202
Estados Unidos	113	69	182
Alemania	221	50	271

Fuente: Holzmann, R., Palacios, R. and Zvinieni, Z. (2004); *Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective*, Social Protection Discussion Paper Series, World Bank, www.worldbank.org. Elaboración propia.

Los guarismos nos revelan que en este aspecto España está en una situación menos desventajosa que la de otros países comunitarios. Lógicamente, también existen contingencias por pensiones en los sistemas privados de pensiones, cuyas desviaciones por tratarse de regímenes de capitalización son corregidas y ajustadas a cargo de las empresas y en periodos relativamente cortos, sobre

⁷⁸ Ver: Holzmann, R., Palacios, R. and Zvinieni, Z. (2004); *Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective*, Social Protection Discussion Paper Series, World Bank, www.worldbank.org.

cuyo cumplimiento velan diligentemente los organismos nacionales de supervisión y control⁷⁹, así como, indirectamente, las *agencias de rating*.

Por otro lado, una futura inclusión de la deuda implícita de pensiones en los criterios de calificación de la deuda soberana aumentaría el riesgo de los inversionistas y sería negativa para la financiación de los Gobiernos en los mercados nacional e internacional de capitales⁸⁰. Con estas tendencias, no cabe la menor duda de que los Estados se asemejan, en estos aspectos, cada vez más a las empresas en lo que a su capacidad competitiva se refiere y, lo que es más importante, con la liberalización de los movimientos de capital, mano de obra, bienes y servicios, la competitividad internacional ya no recae exclusivamente en las empresas, sino también en buena parte en los Estados de su localización.

Pero, bajo el punto de vista demográfico, tenemos hoy en el panorama mundial economías jóvenes sin el lastre del coste de una protección social muy amplia compitiendo con economías envejecidas y endeudadas ocultamente por sus sistemas de pensiones públicas, aunque con una gran capacidad de innovación tecnológica y alta productividad.

Aunque según la teoría económica y la opinión de algunos expertos sería posible absorber los costes laborales adicionales provenientes de los sistemas públicos mediante aumentos en la productividad laboral, la experiencia registrada durante los últimos años en algunos países no es alentadora para esperar esta compensación. En efecto, según las cifras de EUROSTAT, y otros estudios⁸¹, los incrementos de productividad, salvo pocas excepciones, han sido inferiores a los logrados en los Estados Unidos, principal zona económica competitiva, con unos costes de seguridad social inferiores.

Por otra parte, para que los aumentos en la productividad laboral incidan positivamente es indispensable que sus tasas de crecimiento sean superiores a las de los salarios, porque éstas últimas repercuten casi de inmediato en los ingresos y gastos del sistema, siendo prácticamente mínimo su efecto positivo.

⁷⁹ Ver: Fehér, C. (2003); *Contingent Pension Liabilities: is there a way out?*, First Contractual Savings Conference, OECD e INPRS, www.inprs.org.

⁸⁰ Ver: Standard & Poor's (2002); *Western Europe Past Its Prime--Sovereign Rating Perspectives in the Context of Ageing Populations*, www.standardandpoors.com.

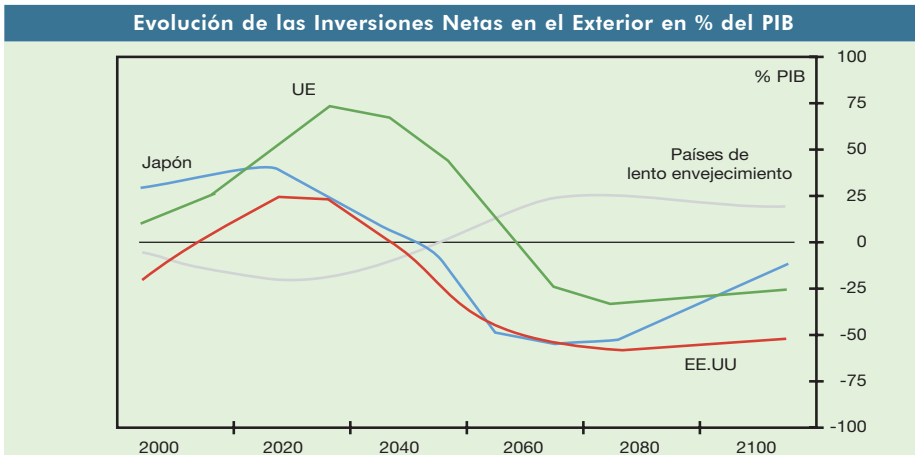
⁸¹ Ver: Ahmad, N., Lequiller, F., Marianna, P. Pilat, D., Schreyer, P. and Wöfl, A. (2003); *Comparing Labour Productivity Growth in the OECD Area: the Role of Measurement*, www.oecd.org/std/research y Scarth, W. (2003); *Population Aging, Productivity, and Growth in Living Standards*, <http://socserv2.mcmaster.ca/sedap> y EXPANSIÓN (2004); *La Polémica Productividad*, Consejo Editorial de Expansión y Actualidad Económica, www.expansion.com.

4. Los sistemas de pensiones, el equilibrio económico y la estabilidad monetaria

Es natural que el envejecimiento y los por él inducidos desequilibrios financieros en los sistemas de reparto influyan en otras variables económicas, como es el caso de la exportación de capital, de las tasas de crecimiento económico y la estabilidad presupuestaria y monetaria.

Así, por ejemplo, algunos análisis en el seno de la OCDE⁸² revelan que aquellos países con una edad media más elevada en su población se convertirán en exportadores de capital hacia naciones más jóvenes con una fuerte demanda de inversiones y una capacidad de ahorro más reducida, presentándose la paradoja de que precisamente son las sociedades envejecidas las que deben realizar mayores esfuerzos de inversión en bienes de equipo y tecnología para tratar de compensar la fuerte disminución del número de habitantes, de la fuerza de trabajo y de la productividad laboral, motivos que por sí mismos justifican importantes estímulos gubernamentales a los sistemas de ahorro-pensión, ya sea en el seno empresarial o la contratación individual.

El siguiente gráfico nos indica las previsibles tendencias durante el siglo comprendido entre 2000-2100, respecto a las exportaciones de capital tanto en la UE, los Estados Unidos, Japón y, comparativamente, la de los países que acusan un envejecimiento más lento.



Fuente: Mc Morrow, K. and Roeger, W. (2002); *EU pension reform-An overview of the debate and an empirical assessment of the main policy reform options*, Economic Papers, European Commission, www.europa.eu.int.

⁸² Ver: Turner, D., Giorno, C., De Serres, A. Vourc'h, A. and Richardson, P. (1999); *The macroeconomic implications of ageing in a global context*, OECD Economics Department Working Papers No 193, www.oecd.org.

Con relación al equilibrio presupuestario, los estudios⁸³ realizados prevén un fuerte impacto del envejecimiento y de los déficits previstos en los sistemas de reparto en las finanzas públicas. Si no se producen reformas para adaptarlos a las nuevas realidades demográficas y posibilidades económicas sin constreñir las expectativas de crecimiento económico, la sociedad estará abocada a asumir mayores cargas tributarias, siendo poco probable que la población trabajadora a principios y mediados de este siglo esté dispuesta a sostener tal estado de cosas.

El Comité de Política Económica de la Comunidad Europea constituyó en 1999, como ya se comentó, un grupo *ad hoc* denominado *Ageing Working Group -AWG-* con el fin de investigar las implicaciones económicas y presupuestarias del envejecimiento. Dicho grupo integrado por expertos de la Comisión Europea, del Banco Central Europeo y de la OCDE decidió centrar su primera investigación en los cambios inducidos por el envejecimiento en los presupuestos públicos con la intención de indagar sobre su sostenibilidad a largo plazo, habiendo rendido tal Informe⁸⁴ en el año 2001.

En opinión de los expertos, la sostenibilidad fiscal ha adquirido gran importancia en la Unión Monetaria a causa del Pacto de Estabilidad suscrito por los miembros del euro, con lo cual deben evitarse desequilibrios en los regímenes financieros de los sistemas públicos de pensiones. Con mucha razón, el Comisario Europeo, Bolkestein, advertía que “...*la verdadera prueba para el euro será cuando la generación del baby-boom cobre sus pensiones...*”⁸⁵

En el susodicho informe, los expertos proyectan hasta el año 2050 los gastos sociales por concepto de pensiones, asistencia sanitaria y dependencia, expresados en % del PIB, en los diferentes países de la UE-15, cálculos que en el caso exclusivo de los pagos por pensiones arrojan los resultados indicados en la tabla que se inserta más adelante.

Las cifras señalan que el envejecimiento poblacional significará un aumento entre el 3-5% en el gasto de pensiones en la mayoría de los países, mientras que el relacionado con la asistencia sanitaria y servicios de salud será más moderado al situarse en 1-2 puntos porcentuales del PIB durante el mismo periodo de tiempo. Después de Grecia, España arroja, con un incremento de 7,9 puntos

⁸³ Ver: Leibfritz, W., Roseveare, D., Fore, D. and Wurzel, E. (1995); *Ageing Populations, Pension Systems and Government Budgets: How do They Affect Saving?*, www.oecd.org y Leibfritz, W., Roseveare, D., Fore, D. and Wurzel, E. (1996); *Ageing Populations, Pension Systems and Government Budgets: Simulations for 20 OECD Countries*, www.oecd.org.

⁸⁴ Ver: Economic Policy Committee (2001); *Budgetary challenges posed by ageing populations: the impact on public spending on pensions, health and long-term care for the elderly and possible indicators of the long-term sustainability of public finances*, [www.http://europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm)

⁸⁵ Ver: Jackson, R. (2002); *Global Retirement - Crisis, The Threat to World Stability and What to Do About Security's Financing Gap*, Center for Strategic and International Studies, www.csis.org.

porcentuales, el porcentaje más elevado, aunque, como veremos en el capítulo respectivo, la Administración española ha puesto en tela de juicio tales resultados, argüiendo que las variables demográficas utilizadas en sus proyecciones no son correctas.

Gasto en Pensiones Públicas en % del PIB							
	2000	2010	2020	2030	2040	2050	VARIACIÓN MAX.
Bélgica	10,0	9,9	11,4	13,3	13,7	13,3	3,7
Dinamarca	10,5	12,5	13,8	14,5	14,0	13,3	4,1
Alemania	11,8	11,2	12,6	15,5	16,6	16,9	5,0
Grecia	12,6	12,6	15,4	19,6	23,8	24,8	12,2
España	9,4	8,9	9,9	12,6	16,0	17,3	7,9
Francia	12,1	13,1	15,0	16,0	15,8	N.D	4,0
Irlanda	4,6	5,0	6,7	7,6	8,3	9,0	4,4
Italia	13,8	13,9	14,8	15,7	15,7	14,1	2,1
Luxemburgo	7,4	7,5	8,2	9,2	9,5	9,3	2,2
Países Bajos	7,9	9,1	11,1	13,1	14,1	13,6	6,2
Austria	14,5	14,9	16,0	18,1	18,3	17,0	4,2
Portugal	9,8	11,8	13,1	13,6	13,8	13,2	4,1
Finlandia	11,3	11,6	12,9	14,9	16,0	15,9	4,7
Suecia	9,0	9,6	10,7	11,4	11,4	10,7	2,6
Reino Unido	5,5	5,1	4,9	5,2	5,0	4,4	-1,1
Unión Europea	10,4	10,4	11,5	13,0	13,6	13,3	3,2

Fuente: Economic Policy Committee (2001); *Budgetary challenges posed by ageing populations: the impact on public spending on pensions, health and long-term care for the elderly on possible indicators of the long-term sustainability of public finances*, http://europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm.

La descomposición del incremento del gasto en sus cuatro elementos constitutivos - dependencia, empleo, elegibilidad y prestaciones - tomados en cuenta por los expertos para las proyecciones indica que el más significativo de ellos, con un media del 6,4% del PIB, corresponde a la variación de la tasa de dependencia demográfica, o sea, al proceso del envejecimiento, siendo la cifra española, con un 8,2%, la tercera más alta después de la griega y la austríaca.

Anotan los expertos que esta tendencia ejercerá, en todos los países comunitarios, una fuerte presión sobre la hacienda pública y dificultades para cumplir los compromisos adquiridos en la Unión Monetaria Europea. Simultáneamente, analizan la conveniencia de disponer indicadores adecuados para medir la sostenibilidad a medio y largo plazo de las finanzas públicas y el

correspondiente equilibrio presupuestario. Ante la ausencia de una definición ampliamente aceptada sobre este concepto se decantan por asumir los criterios definidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, o sea, en el mandato expreso de evitar una deuda pública superior al 60% del PIB y un déficit público anual que exceda el 3% de la misma magnitud, aunque el mencionado pacto fija objetivos al medio - de 3 a 5 años - y no al largo plazo.

Argumentan que la adopción de tales criterios de estabilidad entraña también la ventaja de su transparencia y ser fácilmente comprensibles, de tal manera que la definición de sostenibilidad fiscal como la no violación de los criterios de la Unión Monetaria representa una adecuada y pragmática solución, aunque no desconocen que el tema es multifacético y gran complejidad.

Muy recientemente, el Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, Solbes, se ha pronunciado de nuevo, conjuntamente con su colega sueco Ringholm⁸⁶, y en forma enfática sobre la necesidad de mejorar la disciplina fiscal en el seno de la Unión Europea, al afirmar que “...*necesitamos también asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Una de las medidas más apremiantes es la reforma de los sistemas de pensiones para que sean económicamente sostenibles*”, añadiendo que “*es importante mantener el ritmo de reformas estructurales...*”

Economistas del Banco Central Europeo han investigado mediante un modelo macroeconómico⁸⁷ las relaciones entre la magnitud de un sistema de pensiones en régimen de reparto y el respectivo crecimiento económico, pero en lugar de partir del tradicional enfoque del solapamiento generacional o generaciones yuxtapuestas adoptan consideraciones altruistas al asumir que el ingreso de los hijos durante la fase de adultez es una función de utilidad para los padres, de tal modo que los sistemas de reparto en las pensiones públicas pueden estimular el crecimiento económico si las familias logran superar con él las limitaciones de liquidez para invertir en la educación de sus hijos.

Una parte importante de las investigaciones económicas ha tratado de dilucidar las interrelaciones y correlaciones entre los impuestos, el gasto público y el crecimiento económico, llegando muchas de ellas a la conclusión de que los sistemas impositivos que introducen distorsiones tienen un efecto negativo en el crecimiento de una economía, mientras que aquellos gastos públicos producti-

⁸⁶ Ver: Solbes, P. and Ringholm, (2004); *Europe needs to improve its fiscal discipline*, Financial Times, June 11 2004. Versión española: *Europa necesita mejorar su normativa fiscal*, EXPANSION, Junio 12 2004, www.expansiondirecto.com.

⁸⁷ Ver: Lambrecht, S., Michel, Ph. and Vidal, J-P. (2001); *Public Pensions and Growth*, Working Paper No. 90, European Central Bank, www.ecb.int y Corsetti, G. and Schmidt-Hebbel (1995); *Pension Reform and Growth, Conference on Pensions: Funding, Privatization and Macroeconomic Policy*, Catholic University of Chile, Santiago, 1994.

vos estimulan el desarrollo. De acuerdo con esta escuela económica, las tasas de cotización a los sistemas de reparto tienen efectos distorsionadores en la actividad económica, razón por la cual su impacto en el crecimiento es negativo.

Sin embargo, los expertos del Banco Central Europeo opinan que no existe una evidencia empírica inequívoca que avale tal conclusión, pero parece estar más claro que un aumento de la presión fiscal - las cotizaciones a los sistemas públicos forman parte de ella - ejercen un influjo positivo sobre el crecimiento si se parte de un nivel impositivo bajo, caso contrario son contraproducentes para lograr este objetivo de política económica. De acuerdo con su modelo, los mencionados economistas concluyen que solamente en aquellos sistemas públicos de pensiones bajo el régimen de reparto, en el cual los derechos sean heredables se produce un efecto positivo al recuperar la familia las inversiones realizadas en capital humano y obtener una tasa de rentabilidad superior a la del capital financiero. Caso contrario y ésta es la situación general en todos los sistemas públicos sin posibilidad de heredar, prevalecen los efectos negativos.

Por otra parte, las investigaciones sobre el modelo chileno de seguro social mediante cuentas individuales de capitalización demuestran que el sistema ha tenido un efecto positivo sobre la tasa de crecimiento económico⁸⁸. Como no era menos de esperar, también se ha formulado la pregunta inversa de hasta qué extremo el crecimiento económico puede equilibrar las finanzas de los sistemas públicos de pensiones en el régimen financiero de reparto.

Así, por ejemplo, Pender⁸⁹ analiza la experiencia histórica en los Estados Unidos y opina que *"...el crecimiento no modificará sustancialmente las perspectivas del Seguro Social por la forma como están indexadas las pensiones..."*, argumentando que mientras que las pensiones en fase de devengo se ajustan implícitamente en función de los incrementos salariales, a partir de la jubilación lo son en función del IPC, lo cual equivale a que las pensiones se mantienen constantes en términos reales.

Si la economía crece más rápidamente, también aumentarán los salarios al mismo ritmo. Tales crecimientos tienen dos efectos sobre las finanzas del Seguro Social. Inicialmente, mayores tasas de crecimiento originan aumentos en los salarios y cotizaciones sociales y no en los pagos por pensiones, porque éstas están indexadas de acuerdo con la inflación. A lo largo del tiempo, sin embargo, los aumentos salariales incrementan también las pensiones de los

⁸⁸ Ver: Corsetti, G. and Schmidt-Hebbel, K. (1995); *Pension Reform and Growth, Conference on Pensions: Funding, Privatization and Macroeconomic Policy*, Catholic University of Chile, Santiago, 1994.

⁸⁹ Ver: Pender, R.G. (2003); *Can faster Growth Save Social Security?* Center for Retirement Research, www.bc.edu/crr.

futuros jubilados, las cuáles contrarrestan los efectos del aumento en los ingresos del sistema. Al final, las mayores tasas de crecimiento solo tienen un impacto muy modesto en el presupuesto del Seguro Social.

El mencionado autor se refiere finalmente a los análisis de sensibilidad realizados por los *Fiduciarios del Seguro Social - Social Security Trustees*, en los Estados Unidos, de acuerdo con los cuáles un aumento anual del 0,5% en los salarios reduce en un 0,51% el déficit actuarial del sistema. Con dicha tasa de crecimiento salarial, el fondo de reserva constituido se extinguiría en el año 2049, o sea, solamente siete años más tarde que el resultante de las hipótesis de cálculo utilizadas en las proyecciones periódicas efectuadas con un horizonte temporal de 75 años.

Aunque un crecimiento económico más celeré disminuye la tasa de gastos y, por consiguiente, la brecha con la de ingresos, ésta se mantiene a lo largo de la proyección sin que la tasa de gastos del sistema disminuya hasta igualarse con la tasa de ingresos. Con razón, el *Controller General -Contralor General-* ha señalado que sería necesaria una tasa anual de crecimiento económico de dos dígitos para resolver los desequilibrios de los sistemas de pensiones y de salud, tasa irrealista y fuera de las actuales posibilidades. El autor concluye afirmando que “...obviamente un mayor crecimiento económico es beneficioso, pero no es suficiente para resolver los problemas presupuestarios derivados del envejecimiento...”

Según nuestra opinión y pese a las diferencias existentes entre los diversos países, si el sistema público de pensiones estadounidense con una importante reserva constituida, un menor grado de generosidad, una tasa total de cotización de un 13% de los salarios, una tasa de fertilidad de 2,1 hijos por mujer en edad de concebir y una alta productividad laboral no lograría mediante un mayor crecimiento económico equilibrar los presupuestos de su seguro social, parece poco plausible que ello sí se lograra en otros sistemas públicos- como es el caso de buena parte de los europeos, especialmente el español - con un punto de partida mucho más precario.

El Fondo Monetario Internacional por boca de su Director, Michael Deppler⁹⁰, consideraba durante una conferencia sobre las reformas de los sistemas públicos de pensiones que éstas son propicias para el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, pero que la estrategia europea sobre la reforma de las pensiones es poco estimulante para la capitalización privada y puede crear tensiones, lo cual tiene su origen en el hecho de que en Europa el debate sobre las pensiones tiende a estar muy polarizado.

⁹⁰Ver: Brooksbank, D. (2003); *Pension reform could hit EU stability pact* - IMF, www.ipeonline.com.