
Capitalización y reparto: un análisis comparativo

En este artículo se analizan los sistemas de reparto y capitalización. Si el reparto es estricto, en épocas de envejecimiento no puede sostener un sistema de pensiones. Si se admite que parcialmente se financie con impuestos es superior en todos los aspectos a la capitalización. La capitalización no puede (por el coste de la transición) ni debe (por sus propiedades) ser la base un sistema de pensiones previamente basado en el reparto. En realidad, cubre menos contingencias, conlleva riesgos mayores y la rentabilidad (corregida por el riesgo y restando las comisiones y primas) no será alta. No tiene sentido dedicar recursos públicos a los sistemas privados (en vez de al público) pero quien insista en hacerlo debe centrarse en potenciar los sistemas de empleo y las cuentas individuales sin intervención de una gestora de planes que saben más de cobrar comisiones que de obtener rentabilidad.

Artikulu honetan, pentsio-sistemak antolatze aldera, banaketa- eta kapitalizazio-sistemak aztertzen dira. Banaketa zentzu hertsian ezartzen bada, zahartze aroetan pentsio sistema ez da iraunkorra izango. Hala ere, zati bat zergen bidez finantzatzea onartzen bada, kapitalizazio-sistema baino hobea da ikuspuntu guztiengatik. Kapitalizazio-sistema ezin da oinarria izan (transizioaren kostuagatik) eta, gainera, ez du izan behar (bere ezaugarriengatik) sistema hori aurretik banaketan oinarritu bada. Izan ere, kontingentzia gutxiago babesten ditu, arrisku gehiago ditu berekin eta errentagarritasuna (arriskuez zuzenduta, eta komisioak zein sariak kenduta) ez da altua izango. Ez dauka zentzurik baliabide publikoak sistema pribatuari ematea (publikoari eman beharrean), baina hori erabakitzen duenak enplegu sistemetan eta banakakoentzuetan jarri behar du arreta, plan kudeatzailerik gabe, errentagarritasuna lortzea baino komisioak ko-bratzea dutelako helburu.

This paper compares the properties of funded and pay as go pension systems. When the population is aging pay as you go systems can't sustain a pension system. However, if taxes are used to finance part of the pensions, the pay as you go system is better in all the relevant aspects. A system based in pay as you go pensions can't (because of the transition cost) and should not (because of its properties) be funded. Funded systems cover fewer risks, are more uncertain and the returns (adjusted by risk and after fees and premiums) will be not very high. It lacks sense to use public funds to finance private pensions (instead of public pensions). If, for whatever reason, the government wants to subsidize private pensions it should focus on occupational plans an individual accounts.

Índice

1. Introducción
2. Cuestiones previas
3. El papel potencial de las pensiones privadas
4. La cobertura de riesgos
5. La rentabilidad
6. Las garantías
7. Las contingencias cubiertas
8. La protección frente al envejecimiento
9. Los efectos sobre el nivel de producción
10. El papel de las pensiones complementarias
11. El sistema de reparto frente a capitalización: recapitulación de resultados

Referencias bibliográficas

Palabras clave: pensiones complementarias, rentabilidad, sistema de reparto, sistema de capitalización.

Keywords: complementary pensions, profitability, pay-as-you-go system, funded pension system.

Nº de Clasificación JEL: H55, G23, J32.

1. INTRODUCCIÓN

En la mayoría de los países el sistema de pensiones es de reparto. Esto es, las pensiones de los jubilados se pagan con las cotizaciones sociales que pagan los trabajadores que están en activo. El sistema de reparto ha funcionado sin grandes problemas a lo largo del siglo XX y ha servido para garantizar niveles razonables de pensiones en muchos países. El siglo XXI ha traído consigo un envejecimiento progresivo de la población en los países avanzados debido a, por un lado, el aumento en la esperanza de vida y, por otro, la reducción de la tasa de natalidad. Este envejecimiento será creciente y en el caso de España se acelerará hasta por lo menos el año 2050.

El envejecimiento de la población, y por ende la reducción de la ratio ocupados/jubilados, erosiona el mecanismo del sistema de reparto y cuestiona su viabilidad financiera. Ante esto muchos piensan que la única alternativa para garantizar un nivel aceptable de pensiones futuras es la capitalización. Las propuestas más extremas piden una sustitución total o muy amplia del sistema de reparto por otro de capitalización. Las más moderadas (y realistas) piden que se haga una capitalización limitada y se incentiven fiscalmente las pensiones capitalizadas como complemento de la pensión pública. Tanto en un caso como en otro, los defensores de la capitalización le atribuyen numerosas ventajas en comparación con el sistema de reparto. Estas ventajas incluyen más rentabilidad, garantía de cobro, independencia del envejecimiento, etc.

El objeto de este artículo es revisar si estas ventajas de la capitalización en relación al reparto son ciertas, o no. El punto de partida será precisar el significado de reparto y capitalización (apartado segundo) y clarificar que cuando se parte de un sistema de reparto maduro, la capitalización sólo puede desempeñar un papel complementario (apartado tercero). A continuación se comparan los sistemas de capitalización y reparto desde diferentes perspectivas: cobertura de riesgos (apartado cuarto), rentabilidad (apartado quinto), garantías (apartado sexto), contingencias cubiertas (apartado séptimo), protección frente al envejecimiento (apartado octavo) y efectos sobre el nivel de producción (apartado noveno). En base a estas propiedades se valora el papel que deberían desempeñar las pensiones capitalizadas complementarias (apartado décimo). El artículo concluye con una recopilación de resultados (apartado undécimo).

La conclusión básica será que la capitalización ni puede ni debe ser la base de un sistema de público de pensiones. Incluso es dudoso que deba jugar un papel sustantivo como instrumento complementario. La mejor alternativa es, simplemente, un sistema de reparto que, en un contexto de envejecimiento, pague parcialmente las pensiones con impuestos generales¹.

2. CUESTIONES PREVIAS

Un sistema de pensiones de reparto es aquel en el que las pensiones de los jubilados se pagan con las cotizaciones de los que están trabajando. Si t es el tipo de cotización a la seguridad social, w el salario, L el nivel de empleo y J el número de jubilados, la pensión media, p , será igual a twL/J . Sin embargo, las pensiones de reparto

¹ Esto significa que, como corresponde a una actuación pública, el riesgo colectivo que representa el envejecimiento se elimina con recursos públicos (impuestos).

muchas veces se pagan, al menos parcialmente, con impuestos². Si T es la cantidad de impuestos (u otros recursos) que se aportan al sistema, la pensión media será:

$$p = \frac{twL + T}{J} \quad [1]$$

En su definición más general un sistema de pensiones capitalizado es aquel en el que las pensiones se pagan con el capital acumulado y los intereses que ha generado este capital. Esta definición de fondo de pensiones capitalizado incluye diferentes tipos de planes de pensiones. Por un lado están los planes de pensiones de prestación definida (PD) y, por otro, los de aportación definida (AD). La diferencia entre ambos está en quién asume el riesgo de que la rentabilidad del capital acumulado sea baja.

En los planes de prestación definida cada trabajador tiene un beneficio predeterminado que es independiente de la rentabilidad del capital acumulado. Un ejemplo típico sería un plan de jubilación de una empresa que garantizara a sus trabajadores una jubilación de, por ejemplo, un 1% de su sueldo final por cada año trabajado. En este plan el trabajador no soporta ningún riesgo y lo que obtiene es independiente de la rentabilidad del fondo creado para financiar las pensiones. Quien soporta el riesgo es el promotor del plan (habitualmente una empresa). Si el dinero que se acumula en el fondo produce una rentabilidad grande, la empresa ganará y tendrá que realizar menos aportaciones para pagar las pensiones pactadas con sus trabajadores. Si la rentabilidad es baja, la empresa deberá aportar más recursos para poder pagar las pensiones prometidas. Históricamente en los países con mayor tradición de pensiones capitalizadas (EE.UU y Holanda), éstas han sido de prestación definida. Esto ha dado lugar, y sigue dando lugar, a serios problemas. Por un lado, muchos planes de pensiones capitalizados han quebrado. Por otro, hay muchos planes que, sin haber quebrado, están infracapitalizados³ y tienen serios problemas de solvencia futura. Este problema ha hecho que los planes de prestación definida (que son muy arriesgados para las empresas) estén perdiendo peso.

En los planes de aportación definida, en cambio, lo que se aporta es fijo y lo que se recibe es variable. El trabajador acumula capital y su pensión se paga con el dine-

² Como ya se ha señalado, usar impuestos es la vía para eliminar riesgos colectivos (envejecimiento, paro masivo, caída de los salarios, etc.). De hecho muchos países usan impuestos en sus sistemas de reparto. Por ejemplo, hay países que están obligados a financiar con impuestos cualquier déficit que resulte del sistema (Reino Unido, Irlanda, Noruega, Finlandia, Holanda y Austria). Otros financian con impuestos total o parcialmente una pensión básica (Dinamarca y Suecia). Francia tiene un impuesto asignado a la financiación de las pensiones (y otras prestaciones como la sanidad y las ayudas a las familias). Alemania realiza diversas aportaciones del presupuesto para la financiación de las pensiones.

³ El valor presente de los compromisos futuros excede de los recursos acumulados.

ro que el trabajador ha ahorrado (generalmente en un fondo) y los intereses que ha generado este ahorro. Obviamente todo el riesgo de rentabilidad lo soporta el trabajador. Llegada la jubilación el capital acumulado se transforma en una pensión (renta vitalicia). Como no se sabe cuántos años vivirá el jubilado, se cobra una prima de riesgo por el riesgo de que viva muchos años. De esta forma si, por ejemplo, un trabajador aporta C euros cada año, el tipo de interés constante fuera r y las comisiones de gestión y depositaría fueran α , el capital A acumulado en el momento de la jubilación sería:

$$A = \sum_{t=0}^{t=j-1} C[1 + (r - \alpha)]^{j-t} = C \sum_{t=0}^{t=j-1} (1 + r_n)^{j-t} \quad [2]$$

donde 0 es el momento en el que se comienza a aportar al plan, j el de la jubilación y $r_n = r - \alpha$, el tipo de rendimiento neto de comisiones. Por la propia incertidumbre de r , el capital A es también incierto. El capital A se transforma en una renta vitalicia utilizando la esperanza media de vida y el tipo de interés. Si β es la prima (implícita o explícita) de la conversión a renta vitalicia y m la esperanza de vida al jubilarse, la pensión a recibir será la que cumpla:

$$p = A(1 - \beta) / [\sum_{t=j}^{t=m} \frac{1}{(1+r)^t}] \quad [3]$$

A partir de ahora, identificaré plan de pensiones con plan de aportación definida porque son los que se ajustan al espíritu y naturaleza de los planes capitalizados. Además, son los que se proponen en España y los que se utilizan en casi todos los países. En lo esencial se tratará de los planes individuales, pero casi todo lo que se dice es extrapolable a los planes colectivos (empresariales, sindicales, etc.) que se basan en la capitalización.

En todo caso debe quedar claro que aunque su importancia sea creciente, hasta el momento, ningún país del mundo ha basado la parte esencial de sus pensiones en sistemas de aportación definida. En todos los países las pensiones capitalizadas se aplican sobre la base de un sistema público de reparto (o financiado mediante impuestos) que palia los múltiples problemas que tiene los sistemas capitalizados. Más aún, en los países, como EE.UU. y Países Bajos donde las pensiones capitalizadas son importantes, la forma dominante de plan capitalizado es la de beneficio definido. Ciertamente, las pensiones capitalizadas de aportación definida están ganado importancia en muchos países (por ejemplo Australia, el Reino Unido o incluso EE. UU.). Sin embargo, en un sentido básico, la capacidad de un sistema capitalizado de aportación definida para sustentar las pensiones está por verse.

3. EL PAPEL POTENCIAL DE LAS PENSIONES PRIVADAS

Cuando se comparan los planes capitalizados y de reparto hay que ser consciente de que, incluso si el sistema capitalizado presentara ventajas sustanciales, es imposible sustituir una parte sustancial de un sistema maduro de reparto por otro de capitalización⁴. Para comprobarlo, supongamos que se decide capitalizar una parte importante del sistema de pensiones (supongamos que todo). En este caso, como a los jubilados actuales habría que seguir pagándoles pensiones, significaría que, o bien los trabajadores actuales tienen que pagar dos pensiones (la suya futura y la actual de los jubilados) o se emite deuda pública para pagar las pensiones actuales. La primera opción es injusta y supondría una carga excesiva (vía impuestos, cotizaciones o ambas) sobre los trabajadores actuales que muchos no podrían soportar. La segunda requeriría la emisión de cantidades ingentes de deuda (por ejemplo, pagar pensiones durante veinte años con endeudamiento requeriría una emisión de deuda de más del doble del PIB, y el coste en intereses sería muy elevado). Incluso si se capitaliza una parte sustancial de las pensiones (sin llegar al total), el coste seguirá siendo prohibitivo⁵. Más aún, los impuestos necesarios para pagar en el futuro la deuda emitida hoy para capitalizar una parte sustancial del sistema de reparto serán mucho más elevados que los que directamente se necesitarían para financiar con impuestos los déficit futuros del sistema de pensiones.

Debido, por tanto, a la necesidad de seguir pagando pensiones a las generaciones actuales, no es viable capitalizar una parte importante del sistema de pensiones. Lo más que se puede hacer es, como en Suecia, capitalizar una parte pequeña del sistema de pensiones⁶ o incentivar fiscalmente la adquisición de planes complementarios individuales o colectivos⁷.

Se podría pensar que una forma relativamente inocua de capitalizar un sistema de pensiones es mediante planes empresariales (los denominados planes de empleo en España). Sin embargo, esto es equivalente a financiarlo con cotizaciones adicionales a cargo del trabajador. Si una empresa destina un porcentaje del sueldo de un trabajador a dotar un plan de pensiones de empleo, es evidente que esto se traducirá en que los salarios serán un % más bajos de lo que hubieran sido en ausencia del plan de em-

⁴ Otra cuestión es que, como en Chile, haya un sistema de reparto poco desarrollado y se introduzca un sistema de capitalización.

⁵ Herce *et al.* (1996) suponen que se capitaliza únicamente el 50% de las pensiones, que inicialmente sólo pueden optar por la capitalización los trabajadores entre 25 y 45 años, que posteriormente se puede optar a partir de los 25 años y que la mitad de los que pueden optar por la capitalización la escogen. Bajo estos supuestos, estiman que la deuda acumulada en el 2050 solamente para hacer frente a las pensiones de reparto sería del 73,3% del PIB.

⁶ El tipo de cotización es el 18,5%, del que se dedican 2,5 puntos a financiar pensiones capitalizadas obligatorias.

⁷ Esta cuestión se analiza en el apartado 10.

pleo. Es decir la aportación se trasladará a los trabajadores vía salarios más bajos. O por ponerlo de otra forma el coste salarial para el empresario sería el mismo⁸ si pagara una cantidad al trabajador que si lo aportara a un plan de pensiones.

4. LA COBERTURA DE RIESGOS

Un riesgo se llama colectivo cuando, de producirse, afecta a todos los individuos de la economía. Un riesgo es individual cuando afecta sólo a algunos individuos. Una caída de la bolsa o una recesión económica son ejemplos de riesgos colectivos. Invertir en una empresa que va mal o que una persona sea despedida de la empresa en la que trabaja, son riesgos individuales.

El sistema de reparto puro (que se financia sólo con cotizaciones) está sujeto a riesgos colectivos porque cuando hay paro se reducen los recursos para pagar pensiones (las cotizaciones) y con un sistema estricto de reparto se deberían reducir las pensiones. Si, por el contrario, se admite que (temporal o permanentemente) parte de las pensiones se financien con otros ingresos, el sistema de reparto puede cubrir los riesgos colectivos. Si, por ejemplo, las cotizaciones son insuficientes para financiar las pensiones por una recesión económica el gobierno puede utilizar otros recursos (impuestos o deuda, por ejemplo) para mantener las prestaciones. Puede incluso cubrir el riesgo de envejecimiento de la población (que en el futuro el coste de las pensiones aumente en relación a los ingresos por cotizaciones) repartiendo el coste adicional de las pensiones entre generaciones y tipos de renta⁹. Además, con el sistema de reparto (puro o no) se eliminan los riesgos individuales de rentabilidad porque todo el mundo que ha cotizado lo mismo recibe idénticas prestaciones¹⁰. Simplemente, no hay riesgos financieros porque todo el mundo recibe la misma rentabilidad de sus aportaciones.

⁸ Debido al tratamiento fiscal favorable de estas aportaciones tanto en el impuesto de sociedades para el empresario como en el IRPF para el trabajador, puede haber un margen de ganancia para ambos si el pago se realiza como aportación a un plan de pensiones en vez de realizarlo como salario. La sociedad es la que paga la factura de esa ganancia vía menor recaudación y, por extensión, vía menos prestaciones públicas.

⁹ Creando un fondo de reserva dotado con impuestos las generaciones actuales pagarán parte de las pensiones futuras. Si en el futuro se usan impuestos, serán las generaciones jóvenes futuras quienes soportarán otra parte del coste. Y si se utiliza deuda, serán las generaciones post envejecimiento las que pagaran parte de la factura. Además, si se utilizan impuestos generales (para dotar el fondo de reserva o pagar la deuda) el coste se repartirá entre el factor trabajo y el factor capital.

¹⁰ Evidentemente, hay un riesgo individual que, de durar suficiente en el tiempo, reduciría las cotizaciones y, por extensión, las pensiones del trabajador en paro. Este tipo de riesgo individual no tiene nada que ver, sin embargo, con la rentabilidad o la naturaleza del sistema de reparto.

Los planes capitalizados, por su parte, están sujetos a riesgos colectivos e individuales que no se pueden eliminar. El riesgo colectivo se producirá cuando, por una recesión económica u otra causa la rentabilidad caiga sustancialmente. Por ejemplo, cuando la bolsa cae, caerán también todos los planes de pensiones que invierten al menos una parte de sus activos en bolsa. Ante un riesgo colectivo los planes capitalizados están indefensos. La única solución es esperar a que la economía mejore. Pero esto puede tardar varios años y en el camino los que se iban a jubilar deberán retrasar la jubilación o aceptar pensiones más bajas. Un ejemplo evidente es la Gran Recesión iniciada en el año 2008, que se tradujo en que durante varios años los planes de pensiones en España no sólo no tuvieron rentabilidades positivas, sino que incluso muchos redujeron su valor (rentabilidades negativas).

Pero, incluso cuando la economía va bien y las rentabilidades medias son altas, habrá personas que invertirán en gestoras de pensiones que no aciertan en su gestión. Estas personas pueden obtener rentabilidades negativas o, incluso, perder su capital y quedarse sin pensiones. Este riesgo individual no puede ser cubierto por los planes capitalizados, e implica que siempre habrá un porcentaje de la población que tendrá pensiones bajas (o nulas) porque escogieron a un mal gestor de planes de pensiones.

5. LA RENTABILIDAD

Uno de los elementos básicos a la hora de elegir entre sistemas de pensiones es la rentabilidad. En el caso del sistema de reparto la rentabilidad es un concepto difuso porque sólo tiene sentido en la medida que se acepte que el sistema público de pensiones tiene que actuar como una empresa de pensiones (igualando ingresos por cotizaciones a gastos en pensiones) y que los tipos de cotización no se pueden aumentar.

En el caso de los planes de capitalización la rentabilidad debe medirse con cautela porque es necesario ajustarla por tres factores. Primero las comisiones, segundo el coste de conversión de un capital a una renta vitalicia, y tercero los riesgos individuales y colectivos. Lamentablemente, no existe ninguna medida elaborada de este tipo e incluso es difícil obtener información del coste de la conversión a rentas vitalicias.

Con estas cualificaciones en mente, a continuación se analiza la rentabilidad comparada de los planes de reparto y capitalización.

5.1. El sistema de reparto

La rentabilidad de los sistemas de reparto depende de cómo se instrumente su financiación. Esto es, si se usan o no impuestos u otros ingresos, y si se suben o no las cotizaciones sociales. Como muestra la ecuación [4], en un sistema de reparto puro (sin aportaciones de impuestos u otros ingresos), si se mantienen constantes

los tipos de cotización, la rentabilidad de las aportaciones depende de la tasa de crecimiento de los salarios reales (\dot{w}) y de la tasa de crecimiento (\dot{d}) de la relación activos (L) por jubilado (J). Esto es, la rentabilidad del sistema de reparto estricto será r_r , aproximadamente,

$$r_r = \dot{w} + (L/J) = \dot{w} + \dot{d} \quad [4]$$

El crecimiento de los salarios reales suele ser limitado. Por ejemplo en España, en la última década el promedio anual de crecimiento real ha sido el 0,5%¹¹. Por ello la rentabilidad del sistema de reparto está determinada esencialmente por el crecimiento de la relación de los ocupados por jubilado. Cuando la relación de ocupados por jubilado se deteriora, bien coyunturalmente (porque hay paro) o estructuralmente (envejecimiento de la población), entonces la rentabilidad será baja, puede que incluso negativa. Simplemente el sistema de reparto estricto no está preparado para funcionar en contextos en los que los que no se crea más empleos que los que pierden por jubilación. Supongamos que, tal y como estiman algunos, la relación ocupados activos se deteriora progresivamente en España durante los próximos 40 años hasta reducirse a la mitad. Esto daría lugar a un deterioro anual promedio del 1,25% de la rentabilidad que difícilmente sería compensable con aumentos de los salarios reales. De esta forma, la aplicación estricta de un sistema de reparto implicaría una reducción sustancial de las pensiones en España.

Cabría pensar que el problema de la rentabilidad de las pensiones de reparto (y en última instancia de su sostenibilidad) se podría resolver aumentando los tipos de cotización. Cuando los tipos de cotización son bajos, el desempleo no es muy alto y el deterioro de la relación ocupados/pensionista no es muy grande, esta solución sería viable. Pero cuando, como en España, no se dan ninguna de esas circunstancias, subir las cotizaciones no es una solución viable. Por un lado, los márgenes de subida son limitados (porque las cotizaciones son altas) y las necesidades grandes (porque el deterioro de la relación ocupados/pensionistas es importante). Por otro lado, subir las cotizaciones puede reducir el empleo a corto plazo¹² y esto no es aceptable en un país con una tasa elevada de paro.

El sistema de reparto, sin embargo, ni se aplica estrictamente en todos los países ni hay ninguna razón para que se haga así. Simplemente, el Estado no es una empresa de seguros que deba igualar ingresos a gastos. Y si las cotizaciones no son suficientes para pagar los niveles de pensiones decididos colectivamente, entonces es le-

¹¹ En parte porque desde el 2010 el salario real ha decrecido (según la base de datos de la Comisión Europea AMECO).

¹² Aunque a medio y largo plazo la mayor parte de las cotizaciones (incluidas las del empresario) son soportadas por el trabajador vía salarios más bajos, a corto plazo subir las cotizaciones empresariales aumentará el coste del trabajo y reducirá el empleo. Es más, en los salarios poco cualificados (donde la posibilidad de traslación es mucho más baja) este efecto de reducción de la demanda puede ser permanente.

gítimo que el gobierno utilice los impuestos para financiar las pensiones. De hecho, como ya se ha señalado, en muchos países las pensiones se financian con una combinación de cotizaciones e impuestos. Una vez se acepta que el sistema de reparto se puede financiar, al menos parcialmente, con impuestos y otros ingresos¹³ la cuestión de rentabilidad del sistema de reparto deja de ser relevante. Lo importante es si las pensiones decididas colectivamente pueden ser financiadas con los recursos que genera la economía. Esto es, si con el PIB que se crea se puede financiar el nivel de pensiones que se desea. En un sentido básico, la sostenibilidad financiera (si las cotizaciones bastan para pagar las pensiones) deja de importar y lo que importa es la sostenibilidad económica (si la economía genera recursos suficientes). Dicho de otro modo, las pensiones dejan de ser la variable dependiente (que depende de los ingresos por cotizaciones) y pasa a ser la variable independiente (determina cuantos ingresos son necesarios).

Cuando se utilizan otros ingresos, además de las cotizaciones, para financiar las pensiones, la rentabilidad de las cotizaciones, será igual a:

$$r_r^t = (p^* J - tWL)/tWL \quad [5]$$

donde p^* es el nivel de pensiones determinado socialmente (ha sido definido como variable exógena o variable independiente).

Cabe señalar que, según las estimaciones de la Comisión Europea¹⁴ en España, antes de la reforma del año 2013, el aumento del coste del sistema de pensiones en el año 2050 se estimaba en 4 puntos del PIB. Con ello pasaría del 10% del PIB actual al 14%. Es evidente que la economía generará recursos más que suficientes para financiar esto y que a los niveles actuales de gasto e ingreso de España, la presión fiscal adicional sería soportable sin costes de eficiencia significativos. Y la sostenibilidad sería más evidente si parte del coste adicional de las pensiones se financiara con una combinación de impuestos, cotizaciones adicionales, fondo de reserva y deuda. En todo caso, la reforma del 2013 ha introducido una regla que ajusta las pensiones según el aumento en la esperanza de vida (factor de sostenibilidad) y una regla de actualización de las pensiones que, en «última instancia», las reduce hasta alcanzar el equilibrio. Si esto no se deshace, las pensiones de reparto se reducirán a largo plazo hasta un 40%¹⁵ (en relación al PIB) y muchos jubilados se enfrentarán en el futuro a serios problemas económicos¹⁶.

¹³ Esos otros ingresos pueden ser ingresos provenientes de la deuda o de un fondo de reserva.

¹⁴ Véase Comisión Europea (2012).

¹⁵ Antes de la reforma del 2011 el coste se estima en un 15,5%, que implica una pérdida de casi el 55% desde que comenzaron las reformas de las pensiones en España.

¹⁶ Para un análisis de las reformas del sistema de pensiones que se han realizado y de la sostenibilidad del sistema, véase Zubiri (2014).

5.2. Los sistemas de capitalización

Uno de los argumentos que se utilizan con más frecuencia a favor de las pensiones capitalizadas es su rentabilidad. Y antes de la crisis del 2008, con frecuencia se ponía la evolución de la bolsa como ejemplo de rentabilidad de los planes capitalizados. Sin embargo, la rentabilidad de un mercado de renta variable nunca puede ser una guía de la rentabilidad de los planes privados de pensiones, porque la renta variable sólo puede producir más rentabilidad que la renta fija si se asumen riesgos. Y cuando se asumen riesgos algunos ganarán el premio de la rentabilidad alta pero otros tendrán rendimientos bajos, incluso negativos. Simplemente, si fuera cierto que sin riesgo se puede obtener en bolsa más que el rendimiento de la deuda, lo que deberían hacer los gobiernos es emitir deuda, invertir en bolsa y con el excedente (diferencia entre lo que se obtiene en bolsa y el coste de la deuda) bajar los impuestos. Dado que esto no es creíble, tampoco lo es que sin riesgo se pueda obtener una gran rentabilidad.

Pero ni siquiera la rentabilidad ajustada por el riesgo (la de la deuda a largo plazo por ejemplo) es un indicador aceptable de la rentabilidad de los planes de pensiones capitalizados, porque la gestión de estos planes está llena de comisiones diversas. De forma más precisa, la rentabilidad de mercado (fijo o variable) nunca es un indicador de la rentabilidad de los planes privados de pensiones y se debe minorar atendiendo a varios factores (recogidos en las ecuaciones [2] y [3]):

a) El coste de las comisiones, que reduce la rentabilidad efectiva de r a r^* . El coste de las comisiones en España es considerable y la suma de las comisiones de gestión y depositaría puede llegar hasta un máximo legal del 2,5% del capital acumulado (2% de gestión y 0,5% de depositaría). El promedio en el año 2103 estuvo, no obstante, en el 1,57%. En todo caso, el gobierno ha propuesto reducirlas a un máximo del 1,75% (1,50%+0,25%).

Lo elevado de las comisiones implica que en muchos casos, más de la mitad de la rentabilidad anual se la quedan los gestores y la entidad depositaria¹⁷. Por otro lado una comisión constante del 2% aplicada, por ejemplo, durante 20 años sobre un mismo capital, equivale a que la gestora se quede con el 40% de lo aportado.

b) El coste de la conversión a una renta vitalicia. Cuando una persona llega a su jubilación tiene una cierta cantidad acumulada en su fondo de pensiones. Entonces tiene dos opciones. Retirar el dinero de una vez (forma de capital) y asumir el riesgo de vivir mucho y que el dinero se le acabe antes de morir, o transformar el capital en una renta vitalicia. En ese caso deberá pagar una prima por el riesgo de vivir mucho. Además quienes más interés tendrán en recibir su renta en forma de renta serán quienes tienen mayor probabilidad de vivir muchos años. Esta *selección adversa* en-

¹⁷ Obsérvese que $r^* = r - \text{comisiones}$. Por ello incluso si la rentabilidad es del 5% unas comisiones del 2,5% implicarían que el gestor se queda con la mitad del rendimiento.

carecerá aún más el coste de conversión del capital a una renta vitalicia. Más aún, si el jubilado quiere una renta vitalicia que sea constante en términos reales (es decir que aumente con la inflación) deberá pagar un coste adicional en términos de pensión vitalicia más baja.

c) Los riesgos de rentabilidad. Si un plan privado invierte en renta fija tendrá una rentabilidad moderada. Si invierte en renta variable puede, quizá, obtener una rentabilidad promedio más alta. Pero que la rentabilidad promedio de un grupo de años sea más alta, no quiere decir que lo vaya a ser siempre ni que todos los planes obtengan esa rentabilidad. En realidad la inversión en renta variable está sujeta a riesgos colectivos (que harán que todos los planes que invierten en estos activos tengan rendimientos bajos) y riesgos individuales (que incluso en épocas de bonanza harán que algunos planes tengan rendimientos bajos).

La naturaleza de estos problemas es simple. Cuando la economía está mal la rentabilidad de todos los fondos de pensiones puede ser muy baja (inferior al promedio histórico) durante muchos años. Como ya se ha señalado, en estos casos las personas se pueden ver forzadas a elegir entre jubilarse con pensiones capitalizadas muy bajas o seguir trabajando más años hasta que el fondo se recupere. Este riesgo es especialmente importante cuando el fondo invierte en renta variable, pero también existe en las inversiones de renta fija. Para ver su importancia, basta con recordar que la mayoría de los fondos de pensiones españoles (y de otros países) han tenido rentabilidades muy bajas (incluso negativas) durante los años de la crisis. Si todas las pensiones hubieran dependido de esos fondos, mucha gente no se habría podido jubilar.

Por otro lado, los riesgos individuales son importantes. Incluso cuando los rendimientos promedios son significativos, siempre hay un porcentaje de los fondos con rendimientos bajos o incluso negativos. De esta forma siempre hay un porcentaje de la población que tiene pensiones privadas bajas.

En realidad, los riesgos de rentabilidad son el precio que justifica que los fondos puedan (a veces) obtener rendimientos superiores a los de un activo sin riesgo (como la deuda pública a largo plazo). Por eso a la hora de valorar estas rentabilidades se deben ajustar por el riesgo.

d) Los impuestos. Los rendimientos tienen que pagar impuestos. A veces es la propia gestora la que tiene que pagar algunos impuestos (sociedades, por ejemplo) y puede que traslade parte de estos impuestos a los ahorradores. Más importante, los ahorradores tienen que pagar el IRPF en los rendimientos que obtengan y estos impuestos se deberán descontar a la hora de calcular la rentabilidad neta para el ahorrador¹⁸.

¹⁸ En el caso que haya incentivos fiscales, estos incentivos aumentarán la renta del trabajador mientras ahorra para su jubilación, pero no la rentabilidad de lo ahorrado. Esto es, las pensiones asociadas a su ahorro.

De todo lo anterior se deduce que en ningún caso se debe evaluar la rentabilidad de los planes de pensiones mirando a indicadores simples como, por ejemplo, el rendimiento promedio de la bolsa en un periodo amplio de tiempo. Este rendimiento debe ajustarse por los riesgos que se asume y minorarse por los costes (de gestión y conversión) y por los impuestos.

El cuadro nº 1 explora la rentabilidad que en la práctica han tenido en España los planes de pensiones. Sus cifras incluyen el coste de administración pero no incluyen ni los costes de conversión a renta vitalicia, ni los impuestos a pagar por el jubilado, ni ponderan los resultados por los riesgos individuales y colectivos del ahorrador. Es, por tanto, una estimación indicativa de los rendimientos que podría obtener quien haya invertido en un plan de pensiones.

Los planes de renta fija (individuales) presentan una cierta estabilidad en sus rendimientos. En los últimos años la rentabilidad ha aumentado debido, probablemente, a la compra de deuda soberana de España. Los planes de renta variable presentan una variabilidad notable que es mayor cuanto mayor es el porcentaje de la deuda variable. La volatilidad de rendimientos es simplemente un reflejo de los riesgos colectivos. El valor de la bolsa reciente y en el periodo de referencia es determinante y cambiante en el tiempo. Esta conjunción de factores hace que los planes de renta variable con 15 años de historia tengan una rentabilidad anual del 0,44% mientras que los de diez años lleguen al 3,66%. En realidad si la bolsa subiera sustancialmente en los próximos años, la rentabilidad de todos los planes subiría. Pero si bajara ocurriría lo contrario. Esto implica que, en realidad, los rendimientos de los planes variables son poco estables y están sujetos a riesgos colectivos considerables. Porque como ya se ha señalado, una caída de la bolsa puede durar mucho tiempo¹⁹.

En todo caso, si nos fijamos en los planes (tanto de renta fija como variable) con diez años, se comprueba que su rentabilidad ha sido muy baja. Casi todos los planes han tenido una rentabilidad inferior a la inflación. Es decir, pérdidas en términos reales. Sólo algunos planes con renta variable han batido a la inflación, pero casi nunca de forma significativa. La mayoría de estos planes variables volvería a tener pérdidas reales si la bolsa tuviera una recaída. Hay que resaltar la situación de los planes de renta variable con 15 años porque han experimentado una pérdida real (promedio) de 2 puntos anuales. Esto implica una pérdida real de casi el 30%. Y eso, antes de restarles el coste de conversión a renta vitalicia.

El cuadro nº 1 también ofrece información sobre los planes empresariales y asociados. Lo primero que sorprende es que ambos tienen rentabilidades más elevadas que los individuales. Esto sólo se puede deber a diferencias (que serían poco justifi-

¹⁹ Obviamente la caída de la bolsa es mala para quienes están cerca de la jubilación y buena para quienes están lejos.

cables) de gestión o, sencillamente, a que las comisiones son más bajas (como se señala más adelante las de los planes individuales son muy altas). En todo caso la rentabilidad de los planes de empleo y asociados también es baja y en los planes con más de diez años casi nunca llega siquiera al 1,5% real.

Cuadro nº 1. RENTABILIDADES ANUALES PONDERADAS DE LOS PLANES INDIVIDUALES DE PENSIONES A SEPTIEMBRE DEL 2013 (en %)

	20 años	15 años	10 años	5 años	3 años	1 año
Renta fija corto plazo	3,29	1,76	1,43	1,48	1,75	2,07
Renta fija largo plazo	2,61	1,91	2,01	2,88	2,58	4,71
Renta fija mixta	3,70	1,56	2,06	3,12	-0,80	6,12
Renta variable mixta	4,17	2,32	3,29	5,92	-5,14	12,49
Renta variable	6,26	0,44	3,66	9,54	-9,01	22,22
Garantizados	---	---	2,24	2,45	4,81	9,41
TOTAL INDIVIDUALES	3,71	1,66	2,29	3,77	4,07	8,75
Pro memoria						
Inflación anual promedio	3,52	3,17	2,66	1,90	1,63	0,20
Planes sistema de empleo	4,95	2,74	3,54	5,68	5,18	7,70
Planes sistema asociado	5,30	3,34	4,15	5,34	5,08	9,01
TOTAL PLANES	4,65	3,25	3,33	4,93	4,78	8,49

Nota: *Renta fija a corto plazo*: su cartera no puede tener activos de renta variable. La duración media de la cartera es inferior o igual a dos años. *Renta fija largo plazo*: su cartera no puede tener activos de renta variable. La duración media de la cartera es superior a dos años. *Renta fija mixta*: su cartera incorpora activos de renta variable, con un máximo del 30%. *Renta variable mixta*: su cartera está integrada por activos de renta variable, entre el 30% y el 75%. *Renta variable*: su cartera está integrada por activos de renta variable, con un mínimo del 75%. *Garantizados*: Planes para los que exista garantía externa de un determinado rendimiento, otorgada por un tercero. *Sistema de empleo*: Planes organizados por empresas para sus trabajadores. *Planes asociados*: Planes organizados por sindicatos, asociaciones o colectivos para sus afiliados.

Fuentes: Inverco e INE (inflación).

Dadas estas rentabilidades parece difícil defender que ésta sea una de las ventajas de los planes privados. Ciertamente en el futuro la bolsa puede seguir subiendo y estas rentabilidades pueden aumentar. Pero al igual que en el pasado, en el futuro habrá caídas de la bolsa de larga duración. En todo caso, la situación de los últimos años pone de manifiesto claramente que las pensiones privadas pueden ofrecer rentabilidades muy bajas durante muchos años y que comportan riesgos de rentabilidad notables.

El cuadro nº 1 se ocupa del resultado promedio y en cierta forma sólo toma en cuenta los riesgos colectivos. Pero dentro de cada tipo de plan hay muchos planes de pensiones diferentes. Algunos están bien gestionados y obtienen resultados mejores que el promedio. Otros, peor gestionados, están por debajo del promedio. Estas diferencias entre planes son los denominados riesgos individuales. Para ver la importancia de estos riesgos individuales baste señalar que según los datos de INVERCO, los rendimientos en el último año de los casi 170 planes de renta variable existentes oscilaban entre +34,2% y -10,7%. A pesar de que el promedio fue elevado (+22,2%) tres planes obtuvieron rendimientos negativos.

El cuadro nº 2 presenta los resultados del análisis realizado por Fernández *et al.* (2014) sobre la rentabilidad y la eficacia de la gestión de los fondos de pensiones españoles. En el mismo, se pone de manifiesto que, en el caso de los fondos con quince años, no es sólo que la rentabilidad promedio fuera baja (1,53%), sino que el 10% de los fondos tuvo rentabilidades nominales negativas. Concluye que es mejor invertir en bonos del Estado o, simplemente, en bolsa comprando una cartera que replique el IBEX.

Cuadro nº 2. LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA: CARACTERÍSTICAS BÁSICAS

1. En el periodo diciembre 1998 - diciembre 2013, la rentabilidad anual media del IBEX 35 fue 4%, la de los bonos del Estado a 15 años 4,4%, la rentabilidad media de los fondos de pensiones 1,53%.
2. Entre los 257 fondos de pensiones con 15 años de historia, sólo 4 superaron la rentabilidad del IBEX 35, y sólo 3 superaron la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años. 25 fondos tuvieron rentabilidad promedio negativa.
3. En un experimento con 248 escolares consiguieron mayor rentabilidad promedio que los fondos de pensiones en renta variable: la rentabilidad media lograda de los escolares fue 105%, la de los fondos de pensiones 34% y la de los fondos de inversión 71%
4. El decepcionante resultado global de los fondos se debe a las elevadas comisiones, a la composición de la cartera y a la gestión activa. Las comisiones de los fondos en 2009 fueron 1.013 millones de euros.
5. En otros países (Holanda, EE.UU y el Reino Unido) las conclusiones son similares a las de los fondos en España. La diferencia estriba en que en el caso español la diferencia de rentabilidad con las carteras de referencia es superior y el porcentaje de fondos que las superan inferior.

Fuente: Fernández, Linares y Fernández (2014).

A modo anecdótico, el artículo de Fernández *et al.* (2014) recoge el resultado de un experimento en el que unos niños demostraron ser mejores que los gestores de fondos obteniendo una rentabilidad superior en renta variable. Esto no es, obviamente nada nuevo y es sólo una réplica del experimento realizado en 1988 por el *Wall Street Journal* para comprobar las teorías de Malkiel (1973), según las cuales toda la información relevante sobre los acciones está incorporada en los precios y, consecuentemente, sólo la suerte hace que alguien escoja un valor ganador sobre otro perdedor.

En conclusión, la rentabilidad de los planes de pensiones es cuestionable en teoría y en la práctica. En teoría porque la rentabilidad sólo puede ser mayor que la de los bonos del Estado si se asume riesgo. Y si se asumen riesgos habrá épocas en las que todos los planes vayan mal (riesgos colectivos) e incluso cuando el promedio vaya bien, habrá planes que vayan mal (riesgos individuales). Por otro lado, la rentabilidad de un plan es siempre inferior al rendimiento del mercado porque está minorada por comisiones y, en el caso de transformación a una renta vitalicia, por el coste del seguro de vivir muchos años. El coste será incluso mayor si la renta vitalicia se vincula a un índice para no perder capacidad adquisitiva real.

La evidencia confirma todos estos riesgos y la actuación de los fondos de pensiones en España y en otros países ha dado lugar a rentabilidades reales (antes de comisiones y conversiones) que han sido muy bajas, incluso negativas. Los gestores de los planes, a pesar de que han sido incapaces de hacerlo mejor que con la aplicación de políticas sencillas (como comprar deuda o invertir en carteras que repliquen el IBEX) cobran unas comisiones altas que, en buena parte, explican la baja rentabilidad de los planes de pensiones.

6. LAS GARANTÍAS

El sistema de reparto no garantiza legalmente ningún nivel de pensiones a los trabajadores actuales. De hecho no garantiza siquiera que habrá pensiones. Esto es, si mañana el gobierno decidiera bajar las pensiones o incluso suprimirlas, nadie podría ir a los tribunales a reclamar nada. Siendo esto cierto no lo es menos que cualquier sociedad ética reconocerá a los jubilados futuros unos amplios derechos a recibir pensiones²⁰. Y si no fuera así, el peso político de los jubilados sería un freno efectivo a los recortes.

Sin embargo, los planes privados tampoco son garantía de nada. Por un lado, no pueden garantizar rentabilidad alguna, simplemente porque el tipo de interés real futuro es desconocido. Por otro, al invertir en un plan privado los individuos no es-

²⁰ Creer lo contrario es como pensar que en las sociedades democráticas el 51% más pobre se pondrá de acuerdo para expropiar al 49% más rico. Algo que, a pesar de lo que dicen algunos ricos, no ha pasado.

tán seguros siquiera de que vayan a cobrar una pensión porque los fondos privados de pensiones pueden quebrar. La experiencia internacional reciente está llena de ejemplo de fondos de pensiones que han quebrado.

Se puede pensar que la regulación y supervisión por parte del sector público puede evitar estos problemas. Sin embargo, es claro que esto no es así porque aunque, por ejemplo, el sector bancario está altamente regulado y supervisado, se han producido situaciones de quiebra técnica tanto en la crisis actual como en el pasado (Banesto, o Banco Atlántico).

7. LAS CONTINGENCIAS CUBIERTAS

Un elemento importante a la hora de analizar las ventajas de los sistemas capitalizados es el problema de las coberturas que ofrece. El sistema público no sólo cubre la vejez, sino que, además, cubre la viudedad, la orfandad y, significativamente, la invalidez. De hecho del total de pensiones que paga la Seguridad Social en España, sólo son de vejez poco más del 60%. El resto, cubre otras contingencias.

Las coberturas de un sistema capitalizado dependen, obviamente, de cómo se estructure. De todas formas, si la forma elegida es la de cuentas individuales, las únicas coberturas serán las que se deriven del capital acumulado. De esta forma, por ejemplo, la viudedad estará cubierta por el capital en tanto el causante esté activo o al llegar a la jubilación haya cobrado su pensión en forma de un pago único de capital. Si por otro lado, el causante al llegar a la jubilación optó por transformar su capital en una renta vitalicia, en principio, la viudedad no tendrá cobertura. Este problema sólo lo podrá eliminar pagando una prima elevada en el momento de transformar su capital en renta, y esta prima reducirá considerablemente su pensión.

Algo similar ocurre con las pensiones de invalidez. Con un sistema capitalizado sólo puede ser cubierta pagando una prima. Prima que puede ser muy elevada para grupos concretos cuyas probabilidades de sufrir accidentes son más elevadas.

Todo lo anterior sugiere que con un sistema capitalizado se producirá una reducción de las contingencias cubiertas, a no ser que los trabajadores compren seguros para determinadas contingencias. Y en algunos casos el coste de estos seguros puede ser elevado.

8. LA PROTECCIÓN FRENTE AL ENVEJECIMIENTO

Los sistemas de reparto puros deterioran su solvencia financiera a medida que la población envejece. Como ya se ha señalado, si el sistema de reparto se complementa con recursos de impuestos (u otras fuentes), deja de ser insostenible en situaciones de envejecimiento. Simplemente, cuando las pensiones se pueden pagar, al me-

nos parcialmente, con ingresos distintos a las cotizaciones la variable determinante de su sostenibilidad será la renta per cápita. Y, aunque la población envejezca, si la renta per cápita²¹ aumenta el sistema se podrá sostener.

Uno de los argumentos más importantes en favor de la capitalización de las pensiones es que, a diferencia de lo que ocurre con los sistemas de reparto puros, los sistemas capitalizados son inmunes al envejecimiento. Esto es, el envejecimiento de la población no afecta a las pensiones capitalizadas. La razón es, en principio, que con un sistema capitalizado cada individuo posee sus propios activos acumulados a lo largo de la vida y estos activos (junto con los rendimientos que han generado) servirán para financiar sus pensiones.

Este razonamiento sería correcto si no fuera porque ignora que lo que acumulan los individuos a lo largo vida no son bienes que van a consumir en el futuro sino activos que tienen que vender en el mercado y, con lo obtenido comprar los bienes que desean consumir. El problema entonces es que si realmente se produce un envejecimiento tan importante de población como apuntan las previsiones demográficas, llegará un momento en el que las ventas de activos por parte de los jubilados superen ampliamente al ahorro de los activos. Por ejemplo, según las estimaciones de Merrill Lynch esto ocurrirá en los EE.UU. a partir del año 2025. A partir de ese momento las ventas de activos por parte de los fondos de pensiones y los particulares pueden hacer que los precios disminuyan sustancialmente y, como consecuencia, lo obtenido no sea suficiente para que los sistemas capitalizados paguen las pensiones esperadas por sus propietarios. Simplemente, si, por ejemplo, la población se reduce un 10% o un 20%, ¿cuánto pueden valer las propiedades inmobiliarias entonces? A este efecto de caída de los precios debido al envejecimiento se le ha dado en denominar el *meltdown effect* («efecto deshielo»).

Se puede pensar que el «efecto deshielo» es verosímil en una economía cerrada pero en una economía abierta no tiene demasiado sentido porque como los mercados financieros están globalizados, los no residentes podrán comprar los activos de los jubilados de un país y el precio no caerá. Este argumento, sin embargo, no es del todo incuestionable porque el envejecimiento es un fenómeno global que afecta a la mayoría de las economías avanzadas. Por ello a no ser que se piense que los países actualmente en vías de desarrollo y que tienen tasa de natalidad elevada van a desarrollarse tanto en los próximos años como para poder adquirir los activos que quieran vender los jubilados, el argumento internacional puede paliar el «efecto deshielo» pero, probablemente, no evitarlo. En todo caso, merece la pena señalar que en el dudoso caso de que las pensiones capitalizadas se mantuvieran gracias a las compras de los países no envejecidos (y hoy en vías de desarrollo) se estaría produciendo un fenómeno similar al de la inmigración de trabajadores. Los extranjeros pagarían las

²¹ Este supuesto no es muy restrictivo. Por ejemplo, todas las estimaciones realizadas para España por la Comisión Europea implican que la renta per cápita aumenta.

pensiones de los trabajadores actuales sólo que, a diferencia de lo que ocurre con el sistema de reparto, no lo harían trabajando en el país y pagando cotizaciones sino trabajando en su país de origen y comprando activos propiedad de los jubilados de los países hoy desarrollados.

El «efecto deshielo» está recibiendo una atención creciente en el ámbito académico. Sin embargo, aunque todo el mundo acepta que existe, no hay unanimidad sobre su magnitud²². Por una lado, hay quienes como Poterba (2001, 2004) sostienen que los jubilados no desahorran significativamente y, por tanto, que el envejecimiento no implicará una venta masiva de activos. Otros prefieren justificar que no habrá «efecto deshielo» debido a la internacionalización de los mercados financieros. En todo caso, el desacuerdo es más sobre la magnitud que sobre la dirección del efecto y predecir lo que va a pasar dentro de 30 años en los mercado financieros cuando se produzca algo que nunca ha pasado (el envejecimiento de una parte sustancial de la población) es, como poco arriesgado.

Tomando todo en cuenta, la lógica junto con algunas estimaciones empíricas sugieren que el «efecto deshielo» es una posibilidad real –al menos bajo las mismas condiciones de envejecimiento que se utilizan para cuestionar la sostenibilidad de los sistemas públicos de reparto– y que ignorarlo es no tomar en cuenta un factor que en el futuro puede poner en peligro las pensiones de los jubilados.

9. LOS EFECTOS SOBRE EL NIVEL DE PRODUCCIÓN

Una cuestión esencial desde una perspectiva global a la hora de analizar la capitalización de las pensiones es la de si da lugar, o no, a aumentos en la producción. Esta cuestión es esencial porque, en realidad, un sistema de pensiones (ya sea de reparto o capitalización) es simplemente una regla de división de la producción entre jubilados y jóvenes. Si bajo ambos sistemas la renta a repartir fuera la misma, es decir si la capitalización no diera a ninguna producción adicional al reparto, entonces ambos sistemas serían globalmente equivalentes en el sentido de que un sistema de reparto podría dar lugar a la misma distribución de renta entre jubilados y activos que un sistema de capitalización.

La defensa de las pensiones capitalizadas como impulsoras del ahorro privado, la inversión privada y, en última instancia, de la renta y el empleo, desafortunadamente no está suficientemente probada.

Así, por ejemplo en el modelo chileno, si la sustitución de planes de reparto por planes de capitalización consiste en que *obligatoriamente* los trabajadores tengan que dedicar parte de su salario a comprar planes privados parte o todo lo que antes pagaban a la Seguridad Social, entonces el ahorro privado aumentará, aunque proba-

²² Para una revisión de la literatura, véase, por ejemplo Bosworth *et al.* (2004) o Santoro (2009).

blemente en una cuantía menor a la del volumen de recursos en planes privados ya que los individuos pueden optar por reducir otras formas de ahorro. Es decir simplemente trasladarían a planes de pensiones parte del ahorro que tenían invertido en otros activos. En todo caso, incluso si aumentara el ahorro privado, en tanto que la transición a un sistema capitalizado se realizara emitiendo deuda, el ahorro nacional (suma del ahorro privado más el público) disminuiría durante muchos años porque, como ya se ha señalado, durante un periodo de transición, que puede durar más de treinta años, se deberían seguir pagando pensiones sin recaudar cotizaciones.

Por otro lado, si se reducen las pensiones públicas y la adquisición de planes privados es *voluntaria*, el aumento del ahorro es incluso más dudoso. De entrada, para que este ahorro pueda producirse es condición necesaria (aunque no suficiente) que junto con la reducción de las pensiones públicas aumente la renta disponible de los trabajadores. Por ello si se aspira a que los individuos compren planes privados complementarios de forma voluntaria el primer requisito es reducir los impuestos. Una implicación de esto es que intentar, como se está haciendo en España, que las personas compren planes privados complementarios sin aumentar su renta disponible servirá de poco. Sólo las rentas más elevadas podrán hacerlo. El resto, como mucho, podrá trasladar a planes privados de pensiones el dinero que ahorra e invertía en otros activos (deuda, acciones, etc.).

En todo caso, incluso si se reducen simultáneamente las pensiones públicas y los impuestos soportados por los trabajadores no está nada claro que el ahorro aumente de forma importante ya que existen efectos contrapuestos. Ciertamente existe un efecto reducción de pensiones futuras que, en función de la magnitud de esta reducción, puede inducir a los individuos a ahorrar. Junto a esto existen otros efectos como, la falta de previsión de los individuos, el efecto riqueza debido a la reducción de las pensiones públicas, la decisión racional de consumir menos en la jubilación, o un efecto retraso de la jubilación, que pueden minorar considerablemente el efecto sobre el ahorro de la reducción simultánea de las pensiones y los impuestos. De hecho, ni la teoría ni la investigación empírica ofrecen apoyos sólidos a la relación entre reducción del sistema de reparto y aumento del ahorro. Por ello quizá la postura más sensata es, como sugiere Atkinson (1987), ser un tanto agnóstico acerca de la relación entre pensiones públicas y ahorro privado.

Finalmente, merece la pena señalar que, incluso si el ahorro aumenta, este aumento será temporal, ya que se dará mientras las primeras generaciones van acumulando su capital para financiar la jubilación. Una vez que el sistema de capitalización madure, si la población total disminuye, el desahorro de los jubilados (para financiar sus pensiones) puede ser mayor que el ahorro de las nuevas generaciones.

En todo caso, incluso si la capitalización aumentara el ahorro, no es inmediato que vaya a aumentar ni el *stock* de capital ni el nivel de producción ya que este ahorro puede acabar siendo invertido, no en actividades productivas, sino en deuda pública o en acti-

vidades especulativas. Por ejemplo, el ahorro que se invierte en bolsa, excepto si corresponde a ampliaciones de capital, no acaba invertido en actividades productivas. En todo caso, excepto en los países anglosajones (EE.UU., Reino Unido y Australia) la inversión en bolsa de los activos de los fondos de pensiones raramente sobrepasa el 30% y la parte esencial se invierte en deuda o en activos inmobiliarios. En los países anglosajones, por contra, la inversión típica en bolsa se aproxima al 50% de los activos²³.

Teniendo todos estos elementos en cuenta, no está claro que la capitalización aumente el ahorro, especialmente si es voluntaria, y mucho menos que este ahorro se traduzca en aumentos de la producción y el empleo.

10. EL PAPEL DE LAS PENSIONES COMPLEMENTARIAS

La capitalización de una parte sustancial del sistema de pensiones es imposible debido a los altos costes de transición. Esto hace que, como mucho, las pensiones capitalizadas puedan tener un carácter complementario. Antes de las reformas de las pensiones del 2011 y del 2013, salvo por los incentivos fiscales asociados, comprar pensiones privadas era un ejercicio de escaso interés para la mayoría de la población porque para quien estaba por debajo de la base máxima de cotización la tasa de sustitución²⁴ del sistema público era muy alta (casi el 90%). Estas reformas, sin embargo, especialmente la del 2013, van a suponer recortes sustanciales de las pensiones públicas que, en muchos casos, pueden llegar a bajar hasta el 50% a largo plazo. Estos recortes abren un campo potencial para la previsión privada voluntaria. Sin embargo muchos no podrán seguir esta vía. Comprar planes privados complementarios supone que los trabajadores actuales tendrán que seguir pagando las pensiones de los jubilados y al mismo, si quieren y pueden, tendrán que pagar por una pensión privada complementaria (para compensar, al menos parcialmente, la reducción de la pensión pública). El problema es que los recursos necesarios para obtener una pensión complementaria significativa pueden ser muy elevados porque la rentabilidad neta (de comisiones, riesgos e impuestos) puede ser muy baja. Por ello, no está claro que la mayor parte de la población, incluso si quiere comprar planes complementarios, tenga recursos suficientes para comprar pensiones privadas de jubilación significativas. Ciertamente, siempre podrá comprar algo de pensión, pero la mayoría de las veces puede llevarse una decepción cuando compruebe los resultados.

Una cuestión relevante es la de si el sector público debe o no incentivar fiscalmente la adquisición de planes privados de pensiones. Un poco de reflexión es suficiente para darse cuenta de que esto plantea varios problemas:

²³ Para los detalles sobre la composición de las inversiones de los fondos de pensiones, véase OECD, *Global Pension Statistics*.

²⁴ Esto es igual al porcentaje del último salario que sustituye la pensión.

- a) Si no hay recursos para financiar las pensiones públicas no está claro por qué se deberían dedicar recursos públicos a financiar las pensiones privadas. Es más, si el sistema público de pensiones cree que debe financiar un determinado nivel de pensiones, ¿por qué se deben dedicar recursos públicos adicionales para que algunos (generalmente los mejor situados) tengan pensiones adicionales?
- b) Los planes individuales suelen ser adquiridos a niveles significativos por quienes tienen rentas altas, porque para comprarlos hay que tener una capacidad de ahorro notable. Como resultado la mayor parte de la población, como no tendrá recursos suficientes para dedicarlos a planes complementarios, no obtendrá pensiones complementarias significativas en la jubilación. De esta forma, los incentivos beneficiarán fundamentalmente a las rentas altas.
- c) No está clara la efectividad de los incentivos y ciertamente son caros en relación a su efectividad. Quien no pensaba ahorrar en absoluto, es improbable que comience a hacerlo por un incentivo fiscal. Es más probable que quien pensaba ahorrar en otros activos, traslade parte de este ahorro a planes de pensiones para ahorrarse impuestos. Pero incluso si los incentivos tuvieran cierta efectividad, el coste será elevado en relación a su efectividad porque cobrarán los incentivos no sólo las aportaciones a planes inducidas por el incentivo, sino también las que se hubieran realizado incluso sin el incentivo. En la CAPV, por ejemplo, los incentivos fiscales a las pensiones consumieron en el año 2010 el 10% de la recaudación del IRPF, a lo que habría que sumar su coste en el Impuesto de Sociedades.
- d) Los mayores beneficiarios son las gestoras. La rentabilidad de los planes de pensiones es muy baja y las comisiones son altas. Si los planes privados atraen ahorradores, es por los beneficios fiscales que producen. En un sentido básico, los incentivos fiscales se están trasladando a las gestoras de pensiones que, gracias a esos incentivos, pueden obtener comisiones altas a pesar de ofrecer una gestión de calidad baja.

En suma, por tanto, es dudoso que los incentivos fiscales sean un instrumento efectivo para estimular la rentabilidad de los planes de pensiones y el aumento del ahorro para la jubilación. Además, su coste fiscal puede ser importante y no está claro por qué se deben primar fiscalmente los planes de pensiones frente a otras formas de ahorro.

Dado lo anterior, probablemente no tiene mucha justificación económica incentivar fiscalmente los planes privados de pensiones. Pero si, por el motivo que sea, se decide incentivarlos lo razonable sería limitar el papel de las gestoras de planes individuales que, de momento, son las que se están apropiando de los incentivos fiscales. La forma de hacerlo sería permitir a los individuos crear cuentas individuales de planes de pensiones gestionadas por ellos mismos o sujetas a reglas simples (inversión en deuda o replicar el IBEX). Otra pudiera ser estimular planes de empleo con limitación estricta de comisiones y control de rendimientos.

Cuadro nº 3. **COMPARACIÓN ENTRE LOS SISTEMAS DE CAPITALIZACIÓN Y REPARTO**

	REPARTO	CAPITALIZACION
Transición	No necesita transición	Por su coste (en emisión de deuda o impuestos adicionales) la capitalización total o incluso sustancial del sistema de pensiones es imposible. Sólo es posible capitalizar una parte pequeña o que las pensiones capitalizadas sean un complemento voluntario de las del sistema de reparto.
Garantía de cobrar una pensión	Cuantía sujeta a discrecionalidad política. Por el aumento en el peso político de los jubilados y por ética las pensiones mantendrán unos niveles razonables.	Cuantía sujeta a evolución del mercado. Riesgo de quiebra de la gestora, con lo que no se cobraría pensión.
Cobertura	Vejez, Viudedad, Orfandad, Invalidez	En principio, vejez. Resto, pagando una prima que reduce la pensión.
Rentabilidad	Si sólo se usan cotizaciones, puede ser negativa cuando la sociedad envejece. Si el sistema se financia también con otros ingresos, la rentabilidad se determina socialmente. Puede ser mayor o menor que la de mercado.	Baja, si la gestora invierte en activos sin riesgo. Si invierte en acciones, puede ser alta o baja. Inferior a la de mercado por el coste de las comisiones y el de transformar el capital en una renta vitalicia.
Riesgos colectivos ¹	Cubiertos por el sector público que puede utilizar impuestos o deuda.	No pueden ser cubiertos por gestoras. Los soportan todos los pensionistas vía pensión menor.
Riesgos individuales ²	No existen.	Los soporta el pensionista que los sufre vía una pensión menor.
Coste de administración	Bajo, generalmente inferior al 0,5% de las prestaciones. No hay coste de conversión a renta vitalicia.	Muy alto. Puede llegar al 2,5% del capital en comisiones de gestión y depósito (el promedio es el 1,57%). Además hay costes de cambio por la transformación en renta vitalicia.
Efectos del envejecimiento	Reducción del número de trabajadores para pagar cada pensión. Compensable con otras vías de financiación.	Posible reducción del valor de los activos para financiar pensiones y, por tanto, de las pensiones alcanzables (<i>meltdown effect</i>)
Efectos sobre la producción	Si la capitalización es voluntaria probablemente no aumenta el ahorro. Si es obligatoria puede hacerlo, aunque temporalmente y en menor cuantía que el volumen de aportaciones. El aumento del ahorro no garantiza un aumento de la producción y el empleo.	
Sostenibilidad	Sostenible si la renta per cápita aumenta. Puede requerir que parte de las pensiones se financie con impuestos generales.	No hay problemas de sostenibilidad pero las pensiones finales pueden ser muy bajas.

Otras cuestiones	No tiene mucha justificación económica incentivar fiscalmente los planes privados de pensiones porque estos incentivos son inefectivos, caros y regresivos. Además, se trasladan a favor de los gestores. Si se mantienen los incentivos, habría que permitir cuentas individuales de ahorro y hacer hincapié en los planes de empleo.
------------------	--

¹ Son riesgos que, de producirse, afectan simultáneamente a todos los individuos. Una bajada de la bolsa, una recesión económica o una inflación alta son riesgos colectivos.

² Son riesgos que, cuando se producen, sólo afectan a algunos individuos. Invertir en un fondo de pensiones que da rentabilidades bajas o quiebra es un riesgo individual

Fuente: *Elaboración propia basada en el análisis anterior.*

11. EL SISTEMA DE REPARTO FRENTE AL DE CAPITALIZACIÓN: RECAPITULACIÓN DE RESULTADOS

Existe una visión ampliamente extendida según la cual los sistemas de reparto son insostenibles y la única alternativa es la capitalización. Esta opinión, sin embargo, se basa en una sobreestimación de los problemas de los sistemas de reparto y una infraestimación de los problemas de la capitalización. El cuadro nº 3 compara ambos sistemas basándose en lo analizado en este trabajo.

De entrada, es obvio que en un sistema de pensiones maduro una capitalización sustancial del sistema de pensiones es inviable porque requeriría una gran cantidad de deuda o un aumento importante de los impuestos para pagar las pensiones de los jubilados. A lo más a lo que se puede aspirar es a capitalizar una parte pequeña del sistema (como en Suecia) o a impulsar las pensiones capitalizadas complementarias de carácter voluntario (como en Alemania).

En todo caso, capitalizar (obligatoriamente) parte del sistema de pensiones no presenta ventajas claras en relación al sistema de reparto. El sistema capitalizado no puede ofrecer rentabilidades elevadas, si no se asumen riesgos. Y si se asumen riesgos, una parte de la población invertirá en planes de rentabilidad baja, incluso negativa. Además, la rentabilidad se verá minorada por comisiones diversas (gestión y depositaria) y la conversión del capital acumulado en una renta vitalicia será costosa. El sistema de reparto, si es puro (sólo admite financiación con cotizaciones), puede ofrecer rentabilidades incluso negativas cuando la población envejece. Pero si se admite la financiación parcial por medio de otros ingresos, el sistema de reparto permite garantizar la rentabilidad (el nivel de pensiones) que la sociedad haya decidido.

En cuanto a la cobertura de riesgos, la capitalización no protege contra los riesgos colectivos (por ejemplo, una caída de la bolsa que dure varios años) e introduce riesgos individuales que no existen en el sistema de reparto (por ejemplo que alguien invierta en un plan de rendimientos inferiores al promedio). El sistema de reparto, por contra, elimina los riesgos individuales y colectivos porque todo el mun-

do recibe la misma rentabilidad (todo el que ha cotizado lo mismo recibe la misma pensión). Por otra parte, salvo que se pague una prima que puede ser sustancial, el sistema de capitalización sólo cubre la vejez, mientras que el sistema de reparto cubre, además, la viudedad, la orfandad y la incapacidad.

Ciertamente, el sistema de capitalización no garantiza ningún nivel de pensiones (porque todo depende de la rentabilidad del mercado) y ni siquiera garantiza el cobro de alguna pensión (porque existe el riesgo de quiebra de las gestoras). El sistema de reparto está sujeto a decisiones políticas y carece de garantías. Siendo esto cierto, no obstante, no lo es menos que, cualquier sociedad reconocerá a los jubilados futuros unos derechos razonables a recibir pensiones.

Otro aspecto importante a la hora de evaluar la capitalización es el coste de gestión del sistema (comisiones de gestión en la capitalización, coste de administración en el reparto). En España los planes privados pueden tener comisiones de gestión elevadas (hasta el 2,5%) lo que ha llevado al gobierno central a limitarlas al 1,75%. Además hay unos costes de conversión a renta vitalicia que pueden ser sustanciales. El sistema de reparto tiene unos costes de administración muy bajos y no hay coste de conversión a renta vitalicia.

Las pensiones capitalizadas, especialmente si se generalizan en los países avanzados, no son inmunes al envejecimiento de la población porque las ventas generalizadas de activos pueden dar lugar a caídas sustanciales de los valores que, tras la caída, pueden ser insuficientes para financiar las pensiones previstas. En el caso del reparto, el envejecimiento aumenta las prestaciones (valor de las pensiones) en relación a la base con las que se financian (rentas del trabajo). Si las pensiones se financiaran exclusivamente con cotizaciones, un envejecimiento sustantivo haría que las pensiones públicas tuvieran que bajar mucho. En el caso de España por ejemplo podrían tener que bajar en promedio hasta un 40% (cosa que, por cierto pasará si no se revoca la reforma del 2013). Sin embargo si se admite un sistema de reparto no estricto (parcialmente financiado con otros ingresos) aunque la población envejezca el sistema será sostenible (sin reducción de pensiones) sin demasiados problemas (aumentos grandes en la presión fiscal) siempre que la renta per cápita del país aumente.

Tampoco está claro que los sistemas capitalizados aumenten el ahorro e incluso, si lo hicieran, que esto se tradujese en más empleo y en un nivel de producción más elevado. Esto es especialmente cierto en el caso de las pensiones capitalizadas voluntarias incentivadas mediante reducciones fiscales. En estos casos la mayoría de las veces lo único que logran los incentivos es trasladar a planes de pensiones el ahorro que, de otra forma, se hubiera invertido en otros activos. Además los planes privados voluntarios sólo serán adquiridos a niveles significativos, en su caso, por las rentas altas. De esta forma incentivar hoy los planes privados voluntarios no es ninguna garantía de que en el futuro se puedan reducir las pensiones públicas sin menoscabo del nivel de vida de los jubilados. A estos problemas –ineficiencia para generar ahorro adicional e incapaci-

dad para reducir las pensiones públicas en el futuro— se añade que los incentivos fiscales tienen un coste (gasto fiscal) muy elevado en términos de menor recaudación.

En resumen, la conclusión es que la capitalización de una parte sustancial del sistema de pensiones no sólo es imposible (por el coste de transición) sino que además no aporta ventajas sustanciales a los pensionistas. Por otro lado, la incentivación de planes privados voluntarios no es deseable porque, además de los problemas generales de los sistemas capitalizados, es un mecanismo caro para el sector público, probablemente inefectivo, y que no reduce el coste futuro de las pensiones. Los grandes beneficiarios de los incentivos fiscales son unas gestoras de planes que se han mostrado más hábiles en el cobro de comisiones que en la obtención de rentabilidades. Por ello, si a pesar de todo se decide incentivarlos, lo razonable sería limitar el papel de las gestoras. La forma de hacerlo sería que los individuos crearan cuentas individuales de planes de pensiones gestionadas por ellos mismos o sujetas a reglas simples (inversión en deuda o replicar el Ibex). Por último, cabría estimular los planes de empleo con una limitación estricta del cobro de comisiones y un control de rendimientos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMECO; Annual macro-economic database, Comisión Europea.
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm
- ATKINSON, A. (1987): Income Maintenance and Social Insurance. En Auerbach, A. y Feldstein M.. *Handbook of Public Economics*, vol II. North-Holland, Amsterdam.
- BOSWORTH, B., BRYANT, R. y BURTLESS, G. (2004): The Impact of Aging in Financial Markets and the Economy: A Survey. The Brookings Institution.
<http://www.brookings.edu/views/papers/20040722survey.pdf>
- COMISIÓN EUROPEA (2012): The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060). *European Economy* 2|2012.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/2012-ageing-report_en.htm
- FERNÁNDEZ, P. LINARES, P. y FERNÁNDEZ ACÍN, P. (2014): Rentabilidad de los fondos de pensiones en España. 1998-2013 (mimeo).
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2393382
- HERCE, J. SOSVILLA, S., CASTILLO, S. y DUCE, R. (1996): El futuro de las pensiones en España: Hacia un Sistema Mixto. Colección Estudios e Informes, nº8, Servicio de Estudios de la Caixa.
- MALKIEL, B. (1973): *A Random Walk Down Wall Street*. Norton & Company.
- OECD, Global Pension Statistics.
<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/globalpensionstatistics.htm>
- POTERBA, J. (2001): Demographic Structure And Asset Returns. *The Review of economic and Statistics*, vol. 83, 565-584
- (2004): The Impact of Population Aging on Financial Markets. NBER Working Paper No. 10851 <http://www.nber.org/papers/w10851>
- SANTORO, M (2009): Will the Demand for Assets Fall When the Baby Boomers Retire? Congressional Budget Office.
https://www.cbo.gov/sites/default/files/cbo-files/ftpdocs/105xx/doc10526/09-08_baby-boomers.pdf
- ZUBIRI, I. (2014): El Sistema de pensiones en la encrucijada. Documentación social (en prensa).