

la renta fiscal, la propuesta del Comité Colwyn sobre la no traslación del Impuesto de Sociedades, las reglas del gasto público eficiente de Pigou, la proposición de la petrificación de los impuestos de producto formulada por Bickel o, en fin, el Teorema de Dalton respecto a la traslación de los impuestos sobre el consumo de bienes que reformularía en España el Profesor Andrés Álvarez con sus teoremas del indicador del mercado.

3. Hubiera sido bueno, y es una demanda que queda planteada para el futuro, la elaboración de un índice por materias que hubiera permitido a los especialistas sugerir nuevas inclusiones de voces.

Aunque la idea de recoger con precisión también proposiciones de ciencias colindantes que los economistas utilizamos habitualmente me parece buena, quizás sea un tanto exagerado consumir parte de una obra de suyo no muy extensa, incluyendo referencias a los multiplicadores de Lagrange, los espacios euclídeos o la ley de Kolmogorov, por poner algunos ejemplos claros.

Felicitaciones pues a los editores por una obra original y sugerente y como son personas con grandes dotes de trabajo y organización, no lo olviden, seguimos queriendo más de lo mismo.

**Victorio Valle**  
FUNCAS

**La reforma de las pensiones.  
El papel de los mercados financieros,**  
de Emma García, José Antonio Herce y  
Juan Francisco Jimeno, Fundación Caixa Galicia,  
A Coruña, 2005.

Desde que hace diez años los partidos políticos españoles articularan el acuerdo parlamentario conocido como "el Pacto de Toledo", el primer pilar del sistema de pensiones, compuesto por las pensiones de la Seguridad Social, ha continuado creciendo en efectivos y gasto. Las modificaciones más importantes para contener este doble crecimiento se han circunscrito a la ampliación del período de cálculo de la base reguladora (de ocho a quince años) y al reajuste del porcentaje aplicable a esa misma base, así como a la incentivación del retraso de la jubilación. A estas reformas habría que añadir la constitución de un fondo de reserva con los excedentes de los ingresos contributivos, una vez liberados éstos del pago de rentas y servicios sociales de carácter universal como consecuencia de la separación de las fuentes de financiación de las prestaciones contributivas y no contributivas establecida en el Pacto de Toledo.

Pero el pilar público del sistema español de pensiones no ha sido el único que ha crecido. También lo han hecho el segundo y el tercer pilar, integrados por las pensiones ocupacionales y las individuales, respectivamente. Según datos de INVERCO, en 1995 el número de partícipes de fondos de pensiones del tercer pilar (sistema individual y sistema asociado) no llegaba a 1.600.000,

mientras que el de los partícipes de fondos de pensiones del sistema de empleo se quedaba por debajo de los 250.000. A finales de 2004, los primeros superaban los 7.300.000 y los segundos se acercaban a 1.300.000. También las cifras de patrimonio arrojaban incrementos muy significativos. Al cerrar el año 1995, los euros invertidos en fondos de pensiones del sistema individual y del sistema de empleo rondaban los 6.700 millones, mientras que en diciembre de 2004 se aproximaban a 38.000 millones; el sistema de empleo, que partía de una cifra ligeramente inferior en 1995, había sobrepasado los 24.000 millones.

El patente refuerzo de los pilares privados del sistema de pensiones obliga a centrar la atención en sus características y su funcionamiento, incorporándolos al debate sobre la reforma de las pensiones, hasta ahora predominantemente enfocado hacia los problemas del sistema público de pensiones. Que un libro cuyos objetivos consistan en "analizar las ventajas e inconvenientes de la participación de los mercados financieros en las fases de acumulación y desacumulación de ahorros para la jubilación a lo largo del ciclo vital y ... describir la situación española actual a este respecto" (11) lleve por título principal *La reforma de las pensiones* parece, pues, una opción deliberada y acertada, sobre todo, teniendo en cuenta que entre sus autores se cuentan investigadores que han realizado numerosas y muy importantes contribuciones a la discusión sobre la evolución del sistema público de pensiones.

Dado que, en un futuro próximo, es muy probable que las tasas de sustitución de las pensiones públicas disminuyan en respuesta a la creciente presión financiera que soportan todos los sistemas de pensiones financiados mediante el reparto, los individuos que quieran evitar fluctuaciones en su nivel de consumo a lo largo del ciclo vital deberán acumular ahorro durante su vida activa para complementar las prestaciones públicas de jubilación. La tendencia a adoptar esta estrategia reforzará el peso de la capitalización en los sistemas de provisión de rentas para la vejez y contribuirá al aumento de la demanda de rentas vitalicias alternativas a las proporcionadas por la Seguridad Social. Este razonamiento se halla en el punto de partida del libro de Emma García, José Antonio Herce y Juan Francisco Jimeno; un libro conciso, pero muy rico en información teórica y empírica, estructurada en tres capítulos.

El primero de ellos, la introducción, se centra en los problemas que afrontan los sistemas de pensiones basados en el reparto como consecuencia del aumento esperado de la supervivencia media de los jubilados y del envejecimiento de la población a los que, junto con el descenso de la natalidad, ha contribuido ese incremento de la longevidad. La gravedad que los autores atribuyen a tales problemas se desprende más de sus datos que del texto que los acompaña. De acuerdo con las previsiones que exponen, la evolución de las tasas de empleo y de la productividad en el contexto demográfico que afrontamos no podrá contrarrestar el aumento del número de pensiones ni de la cuantía de la pensión media.

Claro que la previsión de estas tasas de ocupación está calculada bajo el supuesto de que las pautas actuales de empleo se mantienen constantes, una hipótesis bastante irreal, toda vez que pasa por alto que las cohor-

tes de españoles que se van a jubilar en las próximas décadas ya están registrando comportamientos laborales bastante diferentes de los que presentaban quienes se están jubilando en la actualidad cuando tenían la misma edad. La clave de estas diferencias, especialmente relevantes en el caso de las mujeres, reside en lo que el sociólogo Luis Garrido denomina el “vuelco formativo” de los españoles nacidos a partir de 1950. Tener en cuenta los efectos positivos del aumento de los niveles educativos en las tasas de empleo, y probablemente también en la productividad, permite quizá contemplar los problemas de sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones español con algo menos de urgencia y alarma.

Ahora bien, despreocuparse en virtud de estas perspectivas previsiblemente menos sombrías que las esbozadas por los autores sería insensato. Un escenario algo más favorable no altera, al fin y al cabo, la alternativa ante la que se encuentran los gobiernos de los países con sistemas públicos de pensiones maduros: introducir reformas paramétricas, que alteren incremental y gradualmente las reglas de acceso y cálculo de las pensiones (como en España, Francia y Portugal), o reformas más estructurales, que incorporen en mayor o menor grado sistemas de capitalización de las pensiones (como en Reino Unido, Suecia, Italia y Alemania). La opción de “mantener el actual sistema de pensiones sin introducir ninguna modificación y recurrir a un aumento de los tipos impositivos de las cotizaciones sociales cuando sea necesario financiar el aumento del gasto en pensiones” (18) resulta impracticable. Se opte por reformas estructurales o por reformas paramétricas, a estas alturas parece bastante claro que las futuras generaciones de jubilados van a acumular ahorro para convertirlo en rentas futuras y evitar descensos indeseados de su nivel de consumo durante la jubilación.

Como exponen García, Herce y Jimeno en el segundo capítulo de su libro, la capitalización presenta ventajas y desventajas. Entre las primeras habría que citar que la inversión en activos financieros puede ofrecer rentabilidades más altas que un sistema de pensiones de reparto en circunstancias de bajo crecimiento de población y productividad. Por otra parte, la capitalización de recursos en planes de pensiones facilitaría flujos para la inversión productiva generando así un círculo virtuoso de crecimiento económico. Asimismo, hacer depender la provisión de las rentas de jubilación de las propias aportaciones a planes de pensiones mejoraría los incentivos para la oferta de trabajo a lo largo del ciclo vital, si bien, como reconocen los autores, esta ventaja emana, en realidad, de los sistemas de contribución definida (cuyo gasto puede financiarse mediante el sistema de reparto o de capitalización). A estas ventajas cabría, no obstante, contraponer algunos inconvenientes evidentes. De un lado, la rentabilidad de los fondos de pensiones va asociada a ciertos riesgos (además de al riesgo moral, al de que la rentabilidad esperada de los activos en los que se invierte sea menor a la real). De otro lado, los costes de administración de tales fondos son más altos, al margen de los que se derivarían de la transición desde un sistema de reparto a otro de capitalización.

A partir de este examen de ventajas e inconvenientes, los autores concluyen que “ninguno de los argumen-

tos habituales que se suelen citar a favor o en contra de la capitalización son suficientemente convincentes para justificar la sustitución del sistema de reparto por un sistema de capitalización” (57). Identifican, sin embargo, un argumento sólido para avanzar reformas en esta dirección: el envejecimiento de la población va a aumentar excesivamente la carga financiera que deben afrontar las generaciones futuras para soportar los niveles actuales de prestaciones. Por razones de justicia y solidaridad con esas generaciones futuras habría que exigir a los actuales trabajadores que van a disfrutar de una mayor duración de su vida que aporten recursos para financiar sus niveles de consumo durante un período más largo. Desde luego, podrían aportarlos trabajando más tiempo, es decir, jubilándose más tarde. Pero los autores no contemplan aquí esta opción, sino que centran su atención en la adquisición de los productos que ofrece el mercado de rentas vitalicias, que, financiadas mediante aportaciones y cubiertas por un contrato de seguro, transforman los capitales acumulados y sus rendimientos en un flujo de rentas distribuidas con criterios actuariales.

A exponer cómo se está capitalizando el ahorro para la jubilación en España está dedicado el grueso de ese mismo capítulo segundo. Los autores analizan con mucho detalle el estado actual de los fondos de pensiones, describiendo sus modalidades, las posibilidades de recibir la prestación, los límites máximos de aportación, la fiscalidad, así como los valores de las variables estadísticas más relevantes (número de planes de pensiones y de partícipes, patrimonio de los fondos en valores absolutos y en términos de PIB, tipos de activos financieros en los que invierten los fondos, volumen de las comisiones, rentabilidad anual, distribución de las aportaciones entre planes, magnitud de las aportaciones medias, perfil de los partícipes, rentabilidad neta real de los fondos de pensiones...).

Los planes de pensiones representan el principal producto del mercado de rentas vitalicias, a cuyo análisis dedican García, Herce y Jimeno el tercer capítulo de su libro. Tras exponer las características de las rentas vitalicias y ofrecer algunos ejemplos del grado de expansión de este producto financiero en otros países, los autores se detienen a explicar las particularidades de las rentas vitalicias en España. Tanto por número de beneficiarios como por importe de las prestaciones, el mercado de rentas vitalicias desempeña todavía un escaso papel en la provisión de renta durante el período de jubilación. Los autores destacan que los cálculos estimados por diferentes autores, y por ellos mismos, de la relación entre el valor presente descontado de los flujos futuros que proporciona la renta vitalicia y el precio pagado por esa ella (*Money's Worth Ratio*) arrojan datos bastante favorables para los beneficiarios. De ahí que el escaso desarrollo de las rentas vitalicias en España lo relacionen fundamentalmente con algunos factores que afectan a la oferta y la demanda del producto, además de a la fiscalidad de las prestaciones.

Los defectos de la oferta se localizan en la rigidez del producto y el riesgo implícito de pérdida de poder adquisitivo como consecuencia de su no indexación a largo plazo, así como también en los elevados costes administrativos que implica su gestión y el encarecimiento del producto ante la previsión de riesgos de selección

adversa. Los fallos de demanda radican en la preferencia de los españoles por legar en sus descendientes, en la miopía o falta de previsión de los ciudadanos y en la existencia de (y confianza en) una renta vitalicia pública, la proporcionada por el sistema de pensiones de la Seguridad Social.

Así como los poderes públicos tienen un margen de actuación limitado para solucionar los fallos de la oferta y demanda, disponen de la capacidad para resolver una cuestión que, a juicio de los autores, también distorsiona el desarrollo de las rentas vitalicias, concretamente el desigual tratamiento fiscal al que están sujetas las prestaciones de los fondos de pensiones que se perciben en forma de capital o de renta vitalicia. En el primer caso, el contribuyente se beneficia de una reducción del 40 por 100 de la prestación; en el segundo tiene que declarar al fisco el total de la prestación. Esta discriminación adquiere un carácter regresivo, toda vez que favorece a los contribuyentes con tipos marginales más elevados. En efecto, cuanto más alto es el tipo marginal de un contribuyente, más ventajoso le resulta optar por la modalidad de la prestación en forma de capital. El actual gobierno socialista español parece estar considerando la necesidad de abordar este desigual trato fiscal, pero, a la luz de algunas noticias publicadas, es probable que la reforma final no vaya en la dirección de conceder el mismo beneficio fiscal a las prestaciones percibidas en forma de rentas vitalicias (medida que probablemente favorecerían los autores), sino de suprimir la exención fiscal.

El lector de este libro no puede más que agradecer a los autores, y a la Fundación Caixa Galicia que lo ha editado, la incorporación al debate sobre la reforma de las pensiones del análisis y de la reflexión sobre la naturaleza, la evolución y las posibilidades de desarrollo de los pilares privados del sistema de pensiones. La originalidad del planteamiento se combina con la claridad expositiva, dando lugar a un libro accesible no sólo a los economistas, sino a todos los interesados en la discusión sobre el futuro de las pensiones. Quizá la voluntad de los autores de exponer con neutralidad una cuestión que con demasiada frecuencia ha sido objeto de politización les ha llevado a privar al lector del conocimiento de una propuesta concreta respecto a cómo rediseñar institucionalmente nuestro sistema de pensiones. Dos preferencias de los autores quedan, a mi juicio, claras: la de reforzar el carácter del sistema de pensiones como seguro ante la contingencia de la supervivencia, debilitando su función de mecanismo redistributivo de transferencia de rentas intergeneracionales, y la de robustecer el componente de capitalización efectiva (no virtual). En realidad, las reformas de los sistemas de pensiones efectuadas en la mayor parte de los países de nuestro entorno han estado guiadas por estas prioridades. Obviamente la materialización de tales preferencias admite muy diversos grados. ¿Cuánto de reparto y cuánto de capitalización?, ¿cuánto de prestación definida y cuánto de contribución definida?, ¿cuánto de público y cuánto de privado?: éstas son cuestiones que suscita la lectura de este libro y que todo debate público razonable sobre el futuro de las pensiones debería abordar.

**Elisa Chuliá**  
UNED y FUNCAS

**Inversiones socialmente responsables,**  
de Marta de la Cuesta González y  
Ángel Galindo García (coordinadores),  
Publicaciones Universidad Pontificia  
de Salamanca, Salamanca, 2005, 312 págs.

Durante los últimos años se ha producido una creciente incorporación de criterios sociales, éticos y medioambientales tanto en las decisiones de consumo e inversión, como en el desempeño y gestión empresarial. Así, la creciente concienciación ante los impactos generados por la producción, distribución y consumo de algunos bienes y servicios ha impulsado la aparición de conceptos como *consumo responsable*, *responsabilidad social empresarial* (RSE), *responsabilidad social corporativa* (RSC), *inversión ética* o *inversión socialmente responsable* (ISR).

El concepto de *inversión socialmente responsable* es el que mayor relevancia tiene en el ámbito financiero, ya que supone que las instituciones y los productos vayan más allá del simple rendimiento económico e incorporen criterios éticos y de sostenibilidad.

Históricamente, se pueden encontrar precedentes de la ISR vinculados a los movimientos religiosos. Así, en las leyes judaicas bíblicas se establecían directrices sobre cómo invertir de acuerdo con unos valores éticos determinados y los cuáqueros del siglo XVI incorporaban en sus inversiones principios basados en sus creencias sobre la igualdad humana y la no violencia.

Sin embargo, este cambio de actitud en el sistema financiero moderno no se inició hasta los años sesenta en Estados Unidos, impulsado, fundamentalmente, por el auge de los movimientos pacifistas, a favor del medio ambiente y de los derechos humanos. Desde entonces, son numerosas las iniciativas e instrumentos que se han promovido y comercializado en todo el mundo.

En este libro, coordinado por Marta de la Cuesta y Ángel Galindo, se publican las ponencias presentadas en las *Jornadas sobre Inversión Socialmente Responsable* organizadas en Salamanca en septiembre de 2004 por la Universidad Pontificia de Salamanca y Economistas sin Fronteras con la colaboración de Caja Duero.

Es una publicación de gran utilidad para enmarcar el concepto y características de la ISR, así como las características específicas del mercado español de instrumentos financieros de responsabilidad social.

El libro comienza con unos capítulos más generales, que introducen al lector en los principales aspectos de la ISR. Marta de la Cuesta describe la naturaleza, fundamento y evolución de las inversiones socialmente responsables, poniendo de manifiesto el importante papel que tienen como palanca de cambio económico y social. A su vez, Matt Christensen, Director Ejecutivo de EUROSIF, expone la evolución de este tipo de productos a nivel internacional.

Más allá de estos aspectos conceptuales, en el libro se trata de forma detallada las vertientes fundamentales de los instrumentos financieros de responsabilidad social: su oferta, demanda, rentabilidad y la definición de esa *responsabilidad social* que se les asocia.