

PLANES DE PENSIONES, AHORRO Y MERCADO DE CAPITALS

Joan Montllor i Serrats y M.^a Antonia Tarrazón Rodón

I. INTRODUCCIÓN

Este trabajo se ocupa de la relación entre planes de pensiones y mercado de capitales, tanto desde el punto de vista cuantitativo como desde el cualitativo. Desde un enfoque cuantitativo, hay que responder a la siguiente cuestión: ¿en qué medida afecta la existencia de planes de pensiones al ahorro agregado de la economía?; desde una óptica cualitativa, la cuestión a la que procede responder es la siguiente: ¿qué modificaciones introduce la existencia de planes de pensiones, y por tanto de fondos de pensiones, en las características y el funcionamiento del mercado de capitales? La respuesta a la primera pregunta exige tener en cuenta dos posibles contextos de la Seguridad Social, según sean estables o inestables las expectativas sobre las pensiones que los individuos esperan recibir del sistema público; es decir, hay que distinguir el caso en que no se pone en duda la capacidad de la Seguridad Social para cumplir sus compromisos del caso, asociado por lo general a un envejecimiento de la población, en que existen dudas razonables sobre la capacidad de la Seguridad Social para mantener en el futuro el nivel de las pensiones actuales.

El sentido de la segunda cuestión radica en el hecho de que los fondos de pensiones captan, al instrumentar las aportaciones de los planes de pensiones, la mayor parte del ahorro que persigue una finalidad tan concreta como generar pensiones de jubilación en el futuro, dando lugar, pues, a una institucionalización del ahorro. Para cumplir su objetivo, los fondos de pensiones siguen estrategias específicas que inciden en los tipos de activos financieros demandados y en el propio comportamiento del mercado de capitales, pudiendo además su propia presencia y naturaleza conducir a modificaciones significativas en el sistema financiero.

Siguiendo este enfoque, nos ocupamos en primer lugar de la relación entre planes de pensiones y ahorro agregado en caso de expectativas estables de la Seguridad Social, para introducir a continuación los efectos de las imperfecciones del mercado y revisar la evidencia empírica actualmente disponi-

ble. El tema que inmediatamente requiere nuestra atención es la incidencia de las expectativas inestables de la Seguridad Social, motivadas por el envejecimiento de la población, sobre la relación entre planes de pensiones y ahorro, tanto a corto como a largo plazo. El estudio de los efectos de planes y fondos de pensiones sobre el mercado de capitales toma como punto de partida las estrategias de inversión de los fondos de pensiones, lo cual sirve de base para exponer cómo se ven afectadas la demanda de activos financieros, por una parte, y la volatilidad del mercado de capitales, por otra. El siguiente apartado considera cómo la institucionalización del ahorro para la jubilación por medio de fondos de pensiones puede variar algunas de las características del sistema financiero, para finalizar con unas consideraciones sobre la relación de todo lo expuesto con la situación actual de planes y fondos de pensiones en España.

II. PLANES DE PENSIONES Y AHORRO AGREGADO EN CASO DE EXPECTATIVAS ESTABLES DE LA SEGURIDAD SOCIAL

1. El mercado perfecto como punto de referencia

Sea una sociedad cuyos miembros tienen unas expectativas estables, sean del nivel que fueren, sobre las pensiones públicas de la seguridad social que percibirán a partir del momento de su jubilación. Las unidades familiares y los individuos que consideran insuficientes las pensiones públicas tratan de complementarlas mediante transferencias intrafamiliares —ayudas de los miembros de la familia en edad activa a los miembros en edad pasiva— y ahorro. Supongamos que en esta sociedad se introducen los planes de pensiones como producto financiero específicamente diseñado para cubrir pensiones de jubilación, apareciendo, pues, los planes de pensiones como resultado de la existencia previa de una masa de ahorro orientada a prever pensiones de jubilación. Surge entonces la siguiente cuestión: ¿inciden, a su vez, los planes de pen-

siones sobre el ahorro alterando por ellos mismos el volumen de ahorro agregado de la economía? Nótese que la cuestión que acaba de formularse no hace referencia a si la necesidad, o simplemente el deseo de una pensión de jubilación no cubierta por otros caminos —pensión pública o transferencia intrafamiliar—, induce a ahorrar, cosa obvia, sino a si la existencia de un producto financiero específicamente diseñado para cubrir pensiones de jubilación a partir del ahorro es capaz de alterar el volumen de ahorro agregado de la economía.

La respuesta a esta cuestión, como es frecuente en el análisis económico, parte de la situación que corresponde a una economía que goza de un mercado perfecto en el que actúan unos agentes económicos racionales, e introduce posteriormente las alteraciones causadas por las principales imperfecciones que separan el mundo real de la situación de mercado perfecto. La distribución de la renta de los individuos entre consumo y ahorro en un mercado de estas características viene explicada por la teoría del ciclo vital, que supone que los individuos tienen una renta creciente a lo largo de su vida activa que pueden prever perfectamente y sostiene que prefieren un consumo estable a lo largo de toda su vida, tanto en su etapa activa como en su etapa pasiva. Para conseguir el objetivo de un consumo estable, durante una primera parte de su vida activa se endeudan, mientras que en una segunda fase ahorran para obtener un capital en el momento de su jubilación que resulte suficiente para generar aquella renta que precisan para mantener estable su consumo una vez jubilados. La decisión racional que un individuo ha tomado sobre la parte de su renta que va a destinar al ahorro no queda alterada por la presencia o ausencia de cualquier producto financiero específico, incluidos, lógicamente, los planes de pensiones. Esta afirmación se refuerza teniendo en cuenta que en un mercado de capitales perfecto los fondos de inversión —y, por tanto, los fondos de pensiones— no mejoran la gestión de carteras que pueden realizar los propios individuos. La aproximación a la realidad de este marco ideal y perfecto permite poner de manifiesto cuáles son aquellas variables o imperfecciones del mercado que influyen en la relación entre los planes de pensiones y el ahorro agregado de la economía.

2. Efectos de las imperfecciones del mercado

El mundo real se aparta, evidentemente, del marco teórico descrito anteriormente. Una de las principales razones de esta discrepancia es la falta de capacidad de previsión perfecta, e incluso satisfactoria, de los individuos, que en un tema tan crucial como las pensiones de jubilación debe ser corregida por la sociedad. Las pensiones públicas de la Seguridad Social cumplen esta función, si bien es frecuente que para cubrir sus deficiencias los poderes públicos decidan impulsar un sistema privado de

pensiones complementarias. Surge así la regulación de las pensiones privadas, la cual, por una parte, establece medidas que tienden a incrementar la participación de los ciudadanos en los planes de pensiones y, por otra, dicta las normas básicas por las que deben regirse los planes de pensiones. Los incentivos a la participación y las normas de organización introducen un conjunto de imperfecciones en el mercado que, en uno u otro sentido, inciden en la relación entre planes de pensiones y ahorro.

Constituyen imperfecciones derivadas de las medidas incentivadoras los planes de empresa, que asocian planes de pensiones a contratos de trabajo, y las ventajas fiscales, mientras pueden considerarse imperfecciones derivadas de las normas de organización la falta de liquidez o no disponibilidad del ahorro, el cobro en forma de anualidades, los planes infradotados y los estímulos a la jubilación anticipada. Revisamos, a continuación, la incidencia de estas imperfecciones en la relación entre planes de pensiones y ahorro.

Los planes de empresa tienen habitualmente carácter obligatorio, de modo que asocian plan de pensiones y contrato de trabajo. Algunos trabajadores, especialmente aquellos que perciben salarios más bajos, pueden considerar que su contribución al plan de pensiones supera sus objetivos actuales de ahorro y, por tanto, desean compensarlo con endeudamiento. Sin embargo, el mercado financiero carece de la suficiente flexibilidad para cubrir objetivos de este tipo, perfectamente integrados en la teoría del ciclo vital, por lo que el resultado es que aquellos trabajadores que se hallan en esta situación están realizando un ahorro forzoso. Así pues, puede decirse que el carácter obligatorio de los planes de empresa incrementa el ahorro agregado.

El efecto sobre el ahorro agregado de las ventajas fiscales otorgadas a las cantidades aportadas por los individuos a los planes de pensiones es ambiguo, al presentarse un efecto sustitución y un efecto renta de signo contrario. Por una parte, estas ventajas fiscales abaratan el consumo futuro en relación con el consumo presente, favoreciendo, en consecuencia, el incremento del ahorro (efecto sustitución). Sin embargo, por otra parte, la reducción impositiva que suponen incrementa la renta total del individuo, quien, aportando al plan de pensiones una menor cifra antes de impuestos, puede obtener la misma aportación neta después de impuestos (efecto renta). Por tanto, la consecuencia del efecto renta es una reducción del ahorro. La suma del efecto sustitución y el efecto renta no tiene signo definido, aunque los estudios empíricos constatan el predominio del efecto sustitución (Munnell, 1982). Además, si bien el efecto renta llega a todos los individuos, no ocurre lo mismo con el efecto sustitución. Clasifiquemos a todos los individuos integrados en una determinada economía en dos grupos: aquellos que se han fijado un objetivo de ahorro superior al límite fiscal de aportación al plan de pen-

siones y aquellos cuyo objetivo de ahorro es inferior al límite fiscal. Los primeros no tienen ningún motivo fiscal para incrementar su ahorro, puesto que el último tramo del mismo no goza de ventajas impositivas. En consecuencia, sólo perciben el efecto renta, y su ahorro total se reduce. Los segundos, por el contrario, experimentan tanto el efecto sustitución como el efecto renta, dado que la totalidad de su aportación al plan de pensiones goza de las ventajas fiscales concedidas.

Una consecuencia no trivial de las ventajas fiscales de los planes de pensiones es la reducción que originan en los ingresos de la Hacienda Pública, cuyas repercusiones en el ahorro agregado deben, igualmente, ser tenidas en cuenta. Cabe distinguir dos casos, según el gobierno incremente o no los impuestos para compensar la prevista reducción de ingresos. Si el gobierno decide no aumentar los impuestos, el ahorro agregado se reduce en la parte de los ingresos no percibidos que se aplicaba a la formación de capital. Si el gobierno decide compensar las ventajas fiscales de los planes de pensiones con un aumento de los impuestos, la primera consecuencia es una disminución de la renta disponible de los individuos, quienes, en consecuencia, reducen tanto su consumo como su ahorro. A partir de aquí aparecen nuevamente el efecto sustitución y el efecto renta. En estas circunstancias, el ahorro agregado de las economías domésticas aumentará siempre que el incremento del ahorro de los individuos que pueden captar el efecto sustitución, por haberse fijado un objetivo de ahorro inferior al límite fiscal de la aportación al plan de pensiones, supere la reducción de ahorro causada por los tres siguientes factores: a) la repercusión del efecto renta en el ahorro del propio grupo de individuos que capta el efecto sustitución; b) la repercusión del efecto renta en el grupo de individuos que no capta el efecto sustitución, al haberse fijado un objetivo de ahorro superior al límite fiscal de la aportación al plan de pensiones, y c) la reducción general en el ahorro originada por la disminución de la renta disponible que ha seguido al aumento impositivo.

En síntesis, cabe decir que no existe una condición teórica que garantice el signo del efecto global sobre el ahorro agregado del estímulo fiscal a los planes de pensiones, pues se observan dos efectos de signo contrario —sustitución y renta— para el ahorro de las economías domésticas, a los que hay que añadir bien la posible reducción en la formación de capital del sector público, si sus ingresos se reducen como consecuencia de aquellas ventajas fiscales, o bien las consecuencias en el ahorro de las economías domésticas del aumento impositivo fijado para compensarlas. Munnell (1982) señala que la mayor parte de los estudios empíricos denotan el predominio del efecto sustitución sobre el efecto renta, originando, pues, los incentivos fiscales a los planes de pensiones un incremento neto del ahorro de las economías domésticas.

En cuanto a las imperfecciones derivadas de las normas de organización de los planes de pensiones, cabe decir que nos sitúan nuevamente frente a un conjunto de efectos de signo contrario. Con objeto de garantizar que los planes de pensiones se apliquen a su propia finalidad, la normativa legal de diversos países impide disponer del capital constituido con anterioridad al momento de la jubilación. Esta falta de liquidez induce a los individuos a aumentar su ahorro por motivos de precaución, fenómeno que puede verse mitigado en la medida en que se ofrezcan algunas facilidades de endeudamiento con el plan de pensiones como garantía. Por otra parte, es habitual que los fondos de pensiones ofrezcan a sus partícipes el cobro de una anualidad a partir del momento de la jubilación en lugar de la percepción de un capital. Resulta así posible que los individuos de un determinado colectivo puedan llegar a percibir la misma anualidad con menores aportaciones que las que precisaría haber efectuado cada uno de ellos por separado, puesto que el fondo puede compensar las diferentes longevidades de sus partícipes. La percepción de las pensiones en forma de anualidades vitalicias se reconoce en los trabajos sobre la materia (Munnell, 1982) como un factor que reduce el ahorro, en el sentido de permitir alcanzar la misma pensión con un ahorro menor.

La posibilidad de que los planes de pensiones de empresa se hallen infradotados, lo que la legislación norteamericana autoriza dentro de ciertos límites, ocasiona, asimismo, una reducción del ahorro agregado, pero sólo en la medida en que esta infradotación no repercute en la cotización de las acciones de la empresa que ha constituido el plan de pensiones. Los estudios empíricos sobre esta cuestión (Oldfield, 1977; Feldstein y Mørck, 1983) constatan que el precio de las acciones se ve reducido por la situación de infradotación de los planes de pensiones de las empresas.

Finalmente, la existencia de planes de pensiones se ha visto como un estímulo para que los individuos traten de avanzar su jubilación incrementando su ahorro. El efecto inmediato es un aumento del ahorro, pero a más largo plazo tiene lugar una reducción del mismo cuando el individuo ya jubilado pasa a consumir el capital anteriormente acumulado.

3. Evidencia empírica

Munnell y Yohn (1992) consideran que el estudio de la evidencia empírica de la relación entre ahorro y planes de pensiones debe ocuparse de dar respuesta a las siguientes cuestiones:

— ¿En qué medida los trabajadores reducen su propio ahorro (ahorro directo) ante la promesa de pensiones?

— ¿Hasta qué punto los empresarios generan ahorro invirtiendo las aportaciones a los planes de pensiones de sus trabajadores en un fondo de pensiones o en el activo de la empresa en aquellos países en los que la legislación así lo permite?

— ¿Hasta qué punto las infradotaciones a planes de pensiones reducen el valor de las acciones de las empresas y en qué medida los accionistas corrigen con su propio ahorro esta reducción?

— ¿Son los estímulos fiscales capaces de generar un volumen adicional de ahorro privado suficiente para compensar la reducción del ahorro público a que dan lugar?

Los estudios empíricos realizados sobre la relación entre planes de pensiones y ahorro de las economías domésticas a que se refiere la primera cuestión se ocupan principalmente del caso norteamericano, lo cual no es sorprendente si se tiene en cuenta el fuerte desarrollo del sistema de planes y fondos de pensiones en el mundo anglosajón, mientras que en los países de la Europa continental ha predominado hasta el momento presente el sistema de pensiones públicas de la Seguridad Social. Para los Estados Unidos está ampliamente aceptada la posición de Munnell (Munnell, 1982, y Munnell y Yohn, 1992), quien a partir de trabajos previos propios (Munnell, 1976) y de otros autores (Feldstein, 1978; Diamond y Hausman, 1984, y Avery, Elliehausen y Gustafson, 1986) concluye que por cada 100 unidades monetarias destinadas a un plan de pensiones las economías domésticas reducen en 65 unidades monetarias el ahorro que destinan a otros productos financieros, incrementándose, pues, el ahorro agregado en 35 unidades monetarias. Destacan, además, Munnell y Yohn que el trabajo de Avery, Elliehausen y Gustafson arroja una conclusión diferente para las familias norteamericanas establecidas al margen del matrimonio, para las cuales la reducción del ahorro debida a las pensiones privadas se cifra en 22 unidades monetarias.

En relación a la segunda cuestión Munnell y Yohn señalan que no puede computarse directamente como incremento de ahorro la totalidad de las contribuciones a planes de pensiones efectuadas por las empresas, pues cabe la posibilidad de que algunas empresas hayan tomado a la vez determinadas decisiones de política financiera que signifiquen una reducción de ahorro, por ejemplo, un aumento en la distribución de dividendos o en la cifra de endeudamiento. Esta observación tiene especial relevancia para aquellos sistemas de pensiones en los que, como en el caso norteamericano, las empresas pueden invertir en su propio activo una parte importante de las dotaciones a planes de pensiones. En cuanto a los planes infradotados, resulta evidente que la infradotación refleja una obligación futura de la empresa en todo punto igual al endeudamiento. La neutralidad de las infradotaciones frente al ahorro requiere el cumplimiento de dos condiciones:

a) la infradotación debe reducir por el mismo importe el precio de las acciones, y b) los accionistas deben compensar con nuevo ahorro la reducción experimentada por el precio de sus títulos. Los estudios empíricos, por ejemplo Oldfield (1977) y Bulow, Mørck y Summers (1987), muestran cómo la infradotación de los planes de pensiones repercute negativamente en el precio de las acciones de las empresas que han constituido dichos planes de pensiones para sus trabajadores. Sin embargo, como Munnell y Yohn indican, no existen estudios empíricos que analicen la hipotética decisión de los accionistas de compensar mediante otra forma de ahorro una reducción del precio de sus acciones debida a planes de pensiones infradotados, por lo que no puede darse una respuesta precisa a la cuestión de neutralidad de las infradotaciones frente al ahorro.

La complejidad de la reacción del ahorro frente a los estímulos fiscales a los planes de pensiones ya ha quedado expuesta en el apartado anterior. Desde el punto de vista empírico es preciso dilucidar dos cuestiones: a) si el efecto sustitución predomina sobre el efecto renta y, por tanto, la consecuencia directa del estímulo fiscal es un incremento del ahorro privado, y b) si, una vez se ha constatado un aumento del ahorro privado, resulta éste superior o no a la reducción del ahorro público provocada por los estímulos fiscales. Siguiendo a Munnell (1982, página 65), puede decirse que los estudios empíricos (Furstenberg y Malkiel, 1977; Bradford, 1980) constatan un efecto positivo sobre el ahorro de los estímulos fiscales a las pensiones. Sin embargo, no parece existir por el momento una respuesta clara a la segunda cuestión. Munnell y Yohn (1992, pág. 132) apuntan la posibilidad de que la consecuencia sea una reducción del ahorro agregado, precisando que se trata de una cuestión que debe ser estudiada más profundamente. Otros trabajos citados por Dilnot (1992, pág. 70), Pesando (1992, págs. 127-128) y Davis (1995, pág. 14) sostienen que, incluso después de la reducción del ahorro público, el ahorro agregado experimenta un ligero aumento, aunque se trata de un resultado muy sensible al régimen fiscal y a las pautas de ahorro de cada país. Pesando y Davis cifran el aumento neto del ahorro agregado en 20 unidades monetarias por cada 100 unidades monetarias aportadas a planes de pensiones para los casos de Estados Unidos y Reino Unido.

Merece destacarse particularmente que los estudios empíricos constatan la sensibilidad del ahorro asociado a planes de pensiones a la regulación legal y, especialmente, al trato fiscal. Durante la década de los ochenta se produjo una reducción de la tasa de ahorro privado en Estados Unidos (Munnell y Cook, 1991, pág. 27), a la que contribuyó de forma importante el descenso de las aportaciones de las empresas a los planes de pensiones de sus empleados. Dos son las razones que explican esta caída: las ganancias de capital debidas al aumento de

valor de los títulos de renta variable y el límite a la deducción fiscal de las aportaciones de las empresas a planes de pensiones supradotados, obviamente de prestación definida. Las ganancias de capital en la renta variable mejoraron automáticamente la dotación de los planes de pensiones de prestación definida, pasando muchos de ellos de infradotados a supradotados sin requerir nuevas aportaciones en efectivo. Añádase que, como señalan Poterba, Venti y Wise (1995), los tipos de interés elevados contribuyeron de manera importante a la supradotación de aquellos planes de pensiones, debido a la reducción del valor actual de su pasivo a la que cualquier aumento del tipo de interés da lugar. Ante la existencia de un límite superior para la deducción fiscal de las aportaciones empresariales a los planes de pensiones supradotados, las empresas se vieron desincentivadas para realizar nuevas aportaciones a los planes de pensiones de sus empleados, lo que actuó a favor de la reducción de la tasa de ahorro. Por otra parte, a principios de esa misma década el gobierno norteamericano introdujo una variante de planes de pensiones individuales denominada «Individual Retirement Accounts» (IRA) y activó otra variante de los mismos poco utilizada en aquel momento, los planes 401(k). Poterba, Venti y Wise (1995) constatan que estos planes individuales captaron ahorro neto, es decir, aportaciones que suponían un aumento del ahorro y no una desviación del destinado a otros productos financieros. Sin embargo, cuando en 1986 se suprimieron parte de las ventajas fiscales de los IRA, las economías domésticas redujeron sus aportaciones a los mismos, manteniendo las aportaciones a los planes 401(k) cuya fiscalidad no se había modificado.

La consideración de la relación entre ahorro y planes de pensiones suscita su comparación con la relación entre Seguridad Social y ahorro. Queda fuera del alcance de este trabajo entrar con detalle en esta segunda cuestión, sobre la cual existen numerosos estudios, sintetizados en Atkinson (1987) y López García (1987), que, atendiendo a sus conclusiones, pueden clasificarse entre aquellos que sostienen un efecto depresivo de la Seguridad Social sobre el ahorro y aquellos que defienden la neutralidad de dicho efecto —es decir, que la Seguridad Social no reduce el ahorro—, existiendo, asimismo, una posición menos frecuente que concluye la existencia de una relación positiva entre las pensiones públicas de la Seguridad Social y el ahorro. Los estudios empíricos referidos a España (Herce, 1985; Gómez Sala, 1987; Martín y Moreno, 1989; Sánchez Maldonado y Gómez Sala, 1996) recogen esta diversidad de posiciones. Munnell (1982, páginas 89-91), defensora de la neutralidad de la Seguridad Social sobre el ahorro, destaca que los resultados de los estudios empíricos deben interpretarse en una perspectiva histórica. Ciñéndose al caso norteamericano, señala que el nacimiento de la Seguridad Social y de los planes de pensiones puede situarse en 1935, tras el impacto de la Gran

Depresión, que condujo a las economías domésticas a desconfiar de las transferencias intrafamiliares como base principal para cubrir las necesidades de la tercera edad. La Seguridad Social sustituye directamente a transferencias intrafamiliares sin alterar, pues, el ahorro agregado. Los planes de pensiones, por su parte, provocan un aumento del ahorro agregado en su etapa previa a la madurez, cuando las aportaciones predominan sobre las prestaciones por hallarse la mayor parte de sus partícipes en la fase activa de su vida laboral. Sin embargo, cuando los planes de pensiones alcanzan su madurez, cabe esperar que sean neutrales respecto a la generación de ahorro por el equilibrio entre aportaciones y prestaciones propio de esta etapa. Por tanto, en la época en que la implantación de la Seguridad Social ha coincidido con planes de pensiones no maduros, el ahorro agregado ha sido mayor de lo que hubiese sido sin planes de pensiones, pero a la vez menor de lo que hubiese resultado si todas las prestaciones de jubilación se hubieran vehiculado a través de planes de pensiones. Esta conclusión se complementa con la anteriormente citada de Munnell y Yohn (1992), donde se considera que, después de tener en cuenta la repercusión de las ventajas fiscales, los planes de pensiones podrían tener un efecto negativo sobre el ahorro agregado. Por otra parte, Barea y González-Páramo (1996, pág. 190), tomando como base los trabajos de Sánchez Maldonado y Gómez Sala (1996) y Zubiri (1996), asumen la conclusión de Atkinson (1987), quien considera que por el momento no es posible determinar nítidamente la relación entre los diversos sistemas de financiación y el ahorro. Sin embargo, los estudios en que se basan los trabajos de Atkinson y Munnell se refieren a situaciones en las que ambos sistemas, Seguridad Social y pensiones privadas, gozan de perspectivas estables, aunque la observación de Munnell da pie a introducir la inestabilidad de las perspectivas de la Seguridad Social, de la que nos ocupamos en el apartado siguiente, al incorporar los efectos sobre el ahorro de un sistema de planes de pensiones en su etapa previa a la madurez.

En síntesis, la evidencia empírica disponible señala que los planes de pensiones incrementan moderadamente el ahorro privado, a la vez que resultan muy sensibles a la regulación fiscal. Cuando una empresa tiene planes de pensiones infradotados, el valor de la infradotación reduce el precio de sus acciones. Por otra parte, no pueden darse respuestas precisas, por falta de estudio, a la reacción del ahorro de los accionistas frente a la reducción del valor de sus acciones a causa de la existencia de planes infradotados, ni tampoco es posible concluir, debido al reducido número de estudios sobre el tema y a la falta de concordancia de sus resultados, sobre qué sucede en la relación entre el aumento del ahorro privado y la reducción del ahorro público resultante de los estímulos fiscales a los planes de pensiones. Además, Munnell y Yohn señalan

la necesidad de mejorar la información disponible sobre pensiones privadas como paso imprescindible para disponer de estudios empíricos más refinados.

III. PLANES DE PENSIONES Y AHORRO AGREGADO EN CASO DE EXPECTATIVAS INESTABLES DE LA SEGURIDAD SOCIAL

Toda población en proceso de envejecimiento afronta perspectivas inestables de la Seguridad Social, pues debe lógicamente esperar una reducción en las prestaciones del sistema de reparto. De ahí surge la necesidad de compensar mediante el sistema de capitalización y, por tanto, con un incremento del ahorro en el momento actual, la futura reducción esperada de las pensiones públicas. Los planes de pensiones no son la causa de este incremento de ahorro, sino más bien su efecto, pues nacen o se expansionan para responder a la demanda de administrarlo a través de los fondos de pensiones. Esta necesidad de aumentar el ahorro, además de provocar una evidente reducción en el consumo, da lugar a una dinámica financiera de importantes consecuencias sobre el mercado de capitales, tanto a corto como a largo plazo. Por otra parte, algunas de estas consecuencias, aunque no todas, se producen también en aquellos países en los que, cuando la población entra en proceso de envejecimiento, en el sistema económico ya predominan los planes y fondos de pensiones frente a las prestaciones de la Seguridad Social.

En nuestro análisis consideramos, en primer lugar, el caso en que predomina la Seguridad Social en el momento en que se pone de manifiesto el envejecimiento de la población. El aumento de ahorro en caso de perspectivas inestables de la Seguridad Social se justifica mediante un sencillo razonamiento basado en la teoría del ciclo vital. Los individuos racionales que habían asumido la expectativa de una determinada pensión de jubilación de la Seguridad Social experimentan un cambio en esta expectativa que les conduce a esperar una pensión menor. Su reacción lógica consiste en revisar su actual distribución de la renta entre consumo y ahorro, reduciendo el primero y aumentando el segundo, para reequilibrar su consumo actual con su consumo futuro en función de la reducción de la renta total a percibir a lo largo del ciclo vital que el cambio de expectativas supone. El incremento del flujo de ahorro da lugar, a su vez, a un incremento de la demanda de activos financieros en la línea de lo ya indicado por Boulding (1958, cap. 10), empujando su precio al alza o, lo que es lo mismo, los tipos de interés a la baja. En una economía con capacidad de crecimiento las empresas y las instituciones públicas en disposición de captar financiación para llevar a cabo inversiones reales proceden a emitir activos financieros y a realizar sus proyectos de inversión.

El resultado es, pues, un crecimiento de la economía que, además, acaba corrigiendo los efectos negativos iniciales de la reducción del consumo.

Sin embargo, en una economía con pocas oportunidades de crecimiento el aumento de la demanda de activos financieros paralelo al aumento del ahorro no encuentra una contrapartida en la oferta de activos financieros, al ser escasa la capacidad para aprovechar la reducción de los tipos de interés. En tales circunstancias, el efecto negativo de la reducción del consumo no queda compensado por ningún efecto positivo y hace más profundo el estancamiento. De ahí se deduce que la capacidad de crecimiento económico es condición necesaria para implementar un sistema de capitalización. Sin embargo, en un contexto económico mundial como el actual, sin limitaciones importantes a la circulación de capitales, el exceso de ahorro de un país puede canalizarse hacia los mercados financieros internacionales. Esta razón, junto con los beneficios propios de la diversificación de una cartera de inversión, aconseja que los fondos de pensiones adopten una perspectiva internacional en su política de inversiones (Davis, 1995, cap. 9).

El transcurso del tiempo conduce al momento en que procede iniciar el pago de las pensiones de jubilación correspondientes a aquellos individuos que generaron el aumento del ahorro agregado. Puede entonces darse el caso de que los fondos de pensiones se vean obligados a liquidar parte de los activos que han acumulado para hacer frente a las prestaciones de los planes en ellos integrados, pasando de demandantes netos de activos financieros a oferentes netos, por lo que su antiguo efecto positivo sobre el ahorro agregado puede transformarse ahora en un efecto negativo. Veamos las circunstancias que deben darse para que este hecho tenga lugar.

El efecto de un fondo de pensiones sobre el ahorro agregado en un período concreto viene dado por su flujo financiero neto, que se obtiene sumando el resultado de sus inversiones en dicho período a la diferencia entre las contribuciones percibidas y las pensiones satisfechas. Cuando el flujo financiero neto presenta signo positivo, el fondo ha generado ahorro y, por tanto, procede a aumentar sus inversiones, actuando como demandante de activos financieros. Cuando por el contrario el flujo financiero neto presenta signo negativo, el fondo de pensiones vende parte de sus inversiones, comportándose, pues, como un oferente de activos financieros y reduciendo, en consecuencia, el ahorro agregado (*).

La situación no presenta para un fondo de pensiones aisladamente considerado ningún otro problema que el que se deriva de la reducción del volumen de recursos administrados. No obstante, en caso de que los fondos de pensiones en su conjunto se comporten como oferentes netos de activos fi-

nancieros, tiene lugar una reducción del ahorro agregado, cuyas consecuencias sobre el mercado de capitales pueden ser importantes. En efecto, una reducción del ahorro agregado empuja los tipos de interés al alza, con el consiguiente descenso del precio de los activos financieros. Este descenso afecta a las pensiones esperadas de la siguiente manera: *a)* reduce el capital final y, por tanto, las pensiones futuras de los planes de aportación definida, y *b)* incrementa el riesgo de no percepción de las pensiones de los planes de prestación definida al nivel previamente establecido, salvo que con anterioridad los gestores del fondo de pensiones hubieran propuesto un incremento de las cuotas de aportación en la medida necesaria para paliar la reducción del valor del activo.

Consideremos, a continuación, el caso en que ya predominan planes y fondos de pensiones frente a la Seguridad Social en el momento de detectarse un envejecimiento de la población. La principal diferencia respecto al caso anterior, de predominio de la Seguridad Social, consiste en que el ahorro agregado necesario para cubrir las pensiones futuras se produce paulatinamente, porque el propio sistema de capitalización ya existente se encarga de generarlos de forma automática. Queda, pues, descartado un cambio brusco en la relación entre consumo y ahorro. Por otra parte, la economía real debe igualmente ser capaz de generar las inversiones necesarias para que el ahorro encuentre la contrapartida que el equilibrio requiere. Si el envejecimiento de la población tiene lugar tras un crecimiento de la misma, es decir, se produce el fenómeno que observamos actualmente en los países desarrollados, el sistema de capitalización da lugar a una primera etapa de aumento del ahorro agregado y, posteriormente, a otra etapa —que aparece cuando los individuos en activo durante la época de crecimiento de la población pasan a jubilados— en la que el ahorro agregado se reduce. Ante un envejecimiento de la población sin un crecimiento previo de la misma, el ahorro agregado mantendría su nivel en la primera etapa y se reduciría en la segunda. La etapa de reducción del ahorro agregado afecta tanto al caso en que el sistema de capitalización se ha implantado al detectarse el envejecimiento de la población como al caso en que, en tal momento, ya estaba previsto cubrir las pensiones futuras principalmente por medio de la capitalización.

Como apunta Davis (1995, págs. 40 y 206), esta problemática hace nuevamente aconsejable la inversión internacional, especialmente la orientada hacia los mercados emergentes con población creciente, pues se trata de economías capaces de absorber ahorro en su etapa actual de crecimiento económico y potencialmente capaces en el futuro de generar por sí mismas el ahorro suficiente para adquirir los activos financieros que los fondos de pensiones de los países con poblaciones en proceso de envejecimiento probablemente pondrán en

venta en el futuro. Efectos similares pueden conseguirse mediante la adquisición de títulos de empresas multinacionales que actualmente lleven a cabo inversiones reales en economías emergentes.

Schieber y Shoven (1994) han estudiado para el caso de Estados Unidos las consecuencias del envejecimiento de la población sobre el ahorro generado por los fondos de pensiones y el mercado de capitales. Como es sabido, Estados Unidos, al igual que Europa, experimentaron un notable aumento en la cifra de nacimientos en las décadas de 1950 y 1960, que se ha visto seguido por una reducción posterior. Schieber y Shoven demuestran que en Estados Unidos a partir del año 2006 la cifra anual de pensiones satisfechas excederá al importe total anual de las contribuciones a los planes de pensiones. Además, a partir de unas hipótesis moderadas sobre las rentabilidades reales de las acciones (5 por 100), los bonos (2 por 100) y los inmuebles (2 por 100) y, asimismo, sobre el incremento nominal de los salarios (5,10 por 100) y la tasa de inflación (4 por 100), deducen que a partir del año 2024 los fondos de pensiones producirán una cifra de ahorro negativa en términos reales, que a partir del año 2052 lo será en términos nominales, momento a partir del cual los fondos de pensiones comenzarán a comportarse como vendedores netos de activos financieros. De acuerdo con estas previsiones, en el año 2040 el ahorro negativo, en términos reales, superará el 1,5 por 100 de la masa salarial, mientras que en el año 2065 superará el 4 por 100. Schieber y Shoven indican que los resultados alcanzados son muy sensibles a las hipótesis efectuadas sobre la rentabilidad de los activos. La obtención de rentabilidades más elevadas retrasaría la aparición del ahorro negativo.

Sintetizando, la transformación de un sistema de reparto en un sistema de capitalización ante un envejecimiento de la población exige afrontar los siguientes retos: 1) a corto plazo hay que adaptar la economía a la reducción del consumo y al aumento del ahorro que tiene lugar, y 2) a largo plazo deben preverse los efectos sobre el mercado de capitales debidos a la reducción en el ahorro agregado a que dan lugar los fondos de pensiones en la etapa en que su flujo financiero neto resulta negativo. Esta problemática también afecta, aunque en menor medida, al caso en que, predominando el sistema de capitalización, se produce un envejecimiento de la población.

Ambos retos deben afrontarse desde una perspectiva internacional de los mercados de capitales que, a pesar de introducir los problemas derivados del riesgo de cambio en la gestión de los fondos de pensiones, puede en gran medida facilitar soluciones a los mismos. Por otra parte, es crucial tener en cuenta que, en última instancia, la percepción de pensiones depende de la existencia de una economía real capaz de generar la riqueza suficiente para mantener con dignidad a la población pasiva

(Pesando, 1992). Si bien ante un proceso de envejecimiento de la población el sistema de capitalización presenta una capacidad superior para generar pensiones futuras que la ofrecida por el sistema de reparto, no debe olvidarse que tal superioridad se basa en la sustitución de aquella riqueza que ya no es posible crear a causa de la reducción del factor trabajo por la creación de riqueza mediante un aumento del factor capital.

Conviene, además, tener presente que las perspectivas inestables de la seguridad social difícilmente aconsejan una transformación total del sistema de reparto en un sistema de capitalización. La conclusión más generalizada entre los estudios comparativos de ambos sistemas (Herce y Pérez Díaz, 1995; Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, 1995; Herce, 1996, y Barea y González-Páramo, 1996) consiste en aconsejar la potenciación del sistema de capitalización como complemento del sistema de reparto.

IV. PLANES, FONDOS DE PENSIONES Y MERCADO DE CAPITALES

La creación de planes de pensiones supone la institucionalización a través de los fondos de pensiones del ahorro destinado a la jubilación, esto es, de una parte muy importante del ahorro de las economías domésticas. Concretamente, y tomando como referencia tres de los países en los que los planes de pensiones están más extendidos, en 1991 los fondos de pensiones gestionaban el 22 por 100 del total de los activos financieros de las economías domésticas en los Estados Unidos, porcentaje que ascendía al 27 en Reino Unido y al 26 en Holanda (Davis, 1995, pág. 54). Este hecho origina importantes consecuencias sobre el mercado de capitales, capaces de llegar a producir cambios en el sistema financiero a causa, principalmente, de las estrategias de inversión seguidas por los fondos de pensiones. Estas estrategias, a su vez, deben moverse dentro de un determinado marco legal, cuyo objetivo es asegurar que estas entidades no se aparten de la finalidad para la que han sido creadas.

1. Estrategias de inversión de los fondos de pensiones

Como es bien conocido, las aportaciones a planes de pensiones se invierten principalmente en activos financieros e inmuebles, aunque este último caso se concrete muy a menudo en la adquisición de participaciones de fondos de inversión inmobiliaria, que otorgan a los inmuebles las propiedades de los activos financieros. La incidencia de los planes de pensiones en la demanda de activos financieros es consecuencia de las estrategias de inversión que, con la finalidad de conseguir los objetivos fija-

dos en los planes, siguen los fondos que los gestionan. El objetivo genérico de todo plan de pensiones, satisfacer pensiones de jubilación, se concreta de forma diferente según se trate de un plan de aportación definida o de un plan de prestación definida. En los planes de aportación definida —individuales o colectivos— los partícipes realizan contribuciones periódicas que el fondo se encarga de gestionar para convertirlas en un capital en el momento de la jubilación que permita satisfacer una pensión a partir de aquella fecha. En los planes de prestación definida —habitualmente vinculados a empresas— se asegura a los partícipes una pensión en función de su sueldo en el momento de la jubilación, variando las aportaciones a realizar según la evolución de la relación entre el valor actual de las pensiones prometidas por el plan y el valor de sus activos. Estamos, pues, en ambos casos ante una estrategia de inversión a largo plazo que exige combinar rentabilidad y seguridad: en el primero hay que lograr el mejor resultado posible a partir de unas aportaciones definidas, mientras que en el segundo debe conseguirse un capital capaz de satisfacer unas pensiones determinadas a partir de aportaciones variables. La estrategia de inversión que los fondos de pensiones aplican en la administración de los planes de aportación definida es similar a la estrategia de los fondos de inversión a largo plazo, siendo los activos habituales de su cartera títulos de renta fija, títulos de renta variable e inmuebles. Las razones para combinar estos tres tipos de activos pueden sintetizarse brevemente: de acuerdo con la evidencia empírica (Siegel, 1992; McCurdy y Shoven, 1992), la renta variable proporciona, a largo plazo, resultados superiores a los de la renta fija, aunque con una volatilidad más elevada. Por otra parte, la rentabilidad a largo plazo de los inmuebles se sitúa, de acuerdo con la evidencia empírica, entre la renta fija y la renta variable, aunque tal vez la propiedad más importante de la inversión inmobiliaria sea la baja correlación entre rentabilidades reales, incluso negativa en algunos casos, históricamente observada con la renta variable (Ibbotson y Brinson, 1993). En la cartera de títulos de renta fija predominan aquellos cuyo vencimiento se sitúa en el largo plazo con el fin de aprovechar la ventaja que la estructura temporal de los tipos de interés, habitualmente creciente, otorga a aquellos inversores cuya preferencia por la liquidez es moderada y que, además, se hallan en buenas condiciones para soportar las variaciones de los tipos de interés.

Los títulos de renta variable se eligen de acuerdo con el conocido principio de la diversificación, tratándose de construir una cartera que reproduzca aproximadamente un índice bursátil suficientemente representativo del mercado de acciones y, por tanto, que proporcione una rentabilidad similar a la del mercado. Se sigue, pues, una estrategia pasiva (Fabozzi, 1995, cap. 14). La alternativa a una estrategia pasiva se conoce como estrategia activa y su inadecuación como estrategia principal para los fon-

dos de pensiones resulta fácil de justificar. Mediante una estrategia activa se persigue obtener una rentabilidad superior a la del mercado por medio de sucesivas operaciones especulativas. En consecuencia, no se basa en la diversificación, sino en utilizar la información disponible de forma más rápida y eficaz que el propio mercado. Al aplicar una estrategia activa hay que asumir un nivel de riesgo superior al del mercado, lo que difícilmente resulta compatible con el objetivo de mantener un nivel moderado de riesgo, lógicamente asumido por todo fondo de pensiones. A ello debe añadirse el hecho de que, a largo plazo, las estrategias pasivas han mostrado un mejor comportamiento que las estrategias activas (Fabozzi, 1995, cap. 15).

Una vez seleccionados los títulos de la cartera de renta variable de la estrategia pasiva, se controla su rentabilidad comparándola con la del índice bursátil elegido como referencia, así como con la rentabilidad de las carteras de otros fondos. La búsqueda de mejoras en la rentabilidad de la cartera puede conducir a frecuentes reestructuraciones de los títulos que la componen. El fondo de pensiones considera, pues, a la cartera de renta variable en su conjunto como una inversión a largo plazo, pero sujeta a cuantas modificaciones resulten necesarias a lo largo del tiempo, por lo que puede decirse que cada uno de los títulos que componen la cartera merece la consideración de una inversión financiera a corto plazo. Es, además, frecuente que los fondos de pensiones importantes ensanchen su diversificación recurriendo a mercados de capitales de diferentes países.

Por otra parte, los fondos de pensiones poseen una capacidad de gestión a un nivel tal de información que les capacita para llevar a cabo tanto arbitrajes como algunas operaciones especulativas que ofrecen una relación rentabilidad-riesgo ventajosa. El término arbitraje en un sentido estricto denota una oportunidad de obtener beneficios, sin invertir ni asumir riesgo, debido a un desequilibrio en el mercado financiero. Estas operaciones son deseadas por todos los agentes del mercado, siendo quienes primero captan la información que detecta una oportunidad de arbitraje los que de ella se benefician. Cuando un fondo de pensiones actúa como arbitrajista, realiza una actividad que, si bien no forma parte de sus objetivos específicos, es por lo demás propia de todos los agentes que actúan en el mercado. En cuanto a la especulación, si bien no sería sensato adoptarla como estrategia básica de la renta variable de un fondo de pensiones —y de ahí la recomendación de una estrategia pasiva—, tampoco resultaría razonable que los fondos de pensiones renunciasen a obtener beneficios, aunque ello implique asumir riesgo, tomando posiciones en títulos cuyos precios de mercado actuales difieren de sus valores o precios de equilibrio. Basta que limiten el riesgo de estas operaciones especulativas o de estrategia activa, que pueden complementar, pero en ningún caso sustituir, a la estrategia pasiva.

Los planes de prestación definida dan lugar a una serie de futuras obligaciones financieras, cuyo valor actual, que puede denominarse pasivo del plan, se integra a su vez en el pasivo del fondo que lo administra. El valor de este pasivo es variable, pues depende del interés de mercado al que se actualizan las obligaciones futuras. Un plan de prestación definida da lugar a un activo cuya composición es similar a las inversiones correspondientes a un plan de aportación definida. Sin embargo, al elegir estas inversiones hay que tener en cuenta un nuevo elemento: la relación entre los valores de mercado del activo y del pasivo, la cual presenta el riesgo de situarse por debajo de la unidad —esto es, un valor del activo inferior al del pasivo— debido simplemente a las variaciones de los precios de los activos financieros y de los tipos de interés, caso en el que el plan pasa a hallarse en situación de infradotación. Para prevenir este riesgo se desarrollan estrategias de protección específicas de los planes de prestación definida, que consisten principalmente en la construcción de una cartera de réplica del pasivo y en la utilización de títulos derivados. Se entiende por cartera de réplica una combinación de títulos de renta fija cuyo valor de mercado se comporta de forma aproximadamente igual que el pasivo, es decir, experimenta sus mismas oscilaciones. Para conseguir esta combinación se aplican estrategias de inmunización que exigen disponer de títulos de renta fija a largo plazo o bien recurrir al mercado de futuros, ya que estas estrategias requieren igualar las duraciones —aproximadamente los vencimientos medios— del pasivo y la cartera de réplica. Lo habitual es que un fondo de pensiones no construya una cartera de réplica para el pasivo de cada uno de los planes de pensiones que administra, sino para el conjunto de los mismos, al igual que procederá con la aplicación de títulos derivados a la protección del equilibrio financiero entre activo y pasivo.

Un fondo de pensiones administrador de planes de prestación definida que invirtiera exclusivamente en la cartera de réplica del pasivo debería, evidentemente, renunciar a la rentabilidad de las inversiones de renta variable. Por otra parte, invertir en renta variable implica introducir nuevamente el riesgo de la relación entre los valores de activo y pasivo, que puede, sin embargo, limitarse, y es frecuente que así se haga, mediante opciones de venta sobre la cartera de renta variable, dando lugar a la estrategia conocida como protección de carteras (*portfolio insurance*). Las opciones de venta requeridas, sea por su vencimiento o por alguna otra circunstancia, no pueden en numerosos casos contratarse directamente en los mercados. Se recurre entonces a aplicar una importante propiedad demostrada por Black y Scholes (1973) y desarrollada por Leland y Rubinstein (1981): mediante una combinación de títulos libres de riesgo y el activo subyacente de la opción —en este caso, la cartera de renta variable que se pretende proteger— resulta posible construir una cartera cuyo valor es en todo momento igual al

de la opción. Esta cartera debe reajustarse continuamente según las variaciones del precio del activo subyacente del siguiente modo: todo aumento del valor de la cartera de renta variable obliga a incrementar la posición en la misma, esto es, a comprar acciones, reduciendo la posición en renta fija, y toda reducción del valor de la cartera de renta variable obliga a reducir la posición en la misma, esto es, a vender acciones aumentando la posición en renta fija. Nótese que esta estrategia puede dar lugar a un volumen importante de transacciones.

En cuanto a la diversificación internacional, aparece un marcado contraste entre el punto de vista teórico y las estrategias que los fondos de pensiones desarrollan en el práctica. Desde el punto de vista teórico, la diversificación internacional presenta para los fondos de pensiones las ventajas genéricas que resultan de ampliar la diversificación de su cartera, junto con una diversificación del riesgo de cambio, lo que mejora la relación entre rentabilidad y riesgo, así como otras importantes ventajas específicas de entre las que destacan especialmente dos. En primer lugar, una cartera diversificada internacionalmente ofrece protección contra una situación de crisis económica en el país de origen del fondo, aspecto que además constituye uno de los puntos fuertes del sistema de capitalización frente al sistema de reparto, que en ningún caso puede incorporar una protección similar a ésta. En segundo lugar, permite dissociar tanto el flujo de ahorro generado por los planes de pensiones de un país concreto de la demanda de activos financieros en el mercado de capitales de este mismo país, como la oferta de activos financieros destinada a obtener liquidez para pagar pensiones en un país concreto de la oferta general de activos financieros en este mismo país. La diversificación internacional es, por tanto, un valioso instrumento para paliar los efectos que la pirámide de población de un determinado país ejerce, a través de los planes y fondos de pensiones, sobre el mercado financiero de este país.

Estas ventajas teóricas no parecen, sin embargo, ejercer una gran influencia en las estrategias de inversión seguidas por los fondos de pensiones. En efecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 1995, página 168) señala que la totalidad de los inversores institucionales presentan un grado de diversificación notablemente inferior al que resultaría de invertir en una cartera internacionalmente diversificada según los pesos de los diferentes mercados, destacando que los fondos de pensiones y las compañías de seguros se muestran reacios a invertir en un mercado extranjero en general y en mercados de economías emergentes en particular. Davis (1995, apéndice I) pone de manifiesto que entre 1991 y 1993 se observa un cambio hacia una mayor predisposición de los directivos de los fondos del Reino Unido a realizar inversiones internacionales. Por otra parte, Davanzo y Kantz (1992) consideran que existen las bases para iniciar un camino, en el que

evidentemente deben recorrerse muchas etapas, hacia un mercado global de pensiones. Según datos del FMI referidos a 1993 (FMI, 1995, pág. 168), los fondos de pensiones del Reino Unido tienen el 19,7 por 100 de su activo invertido en títulos extranjeros, porcentaje que se sitúa en el 10,3 para Canadá, el 9 para Japón, el 5,7 para Estados Unidos y el 4,5 para Alemania.

En síntesis, los planes de pensiones dan lugar a que los fondos de pensiones posean activos en los que se combinan inmuebles y renta fija con una cartera de renta variable, orientada según una estrategia pasiva, que si su tamaño lo justifica recurre a la diversificación internacional, y en la que la cartera de renta variable se ajusta periódicamente para adaptarse mejor al índice bursátil escogido como cartera de referencia. A su vez, los planes de prestación definida inducen a incorporar estrategias de protección de carteras que dan lugar a compras de acciones cuando la bolsa experimenta un alza y a ventas de acciones cuando la bolsa baja. En conjunto, se trata, pues, de una estrategia global conservadora, no especulativa, dispuesta a incorporar operaciones de arbitraje, cuando resulte posible, y que no renuncia a operaciones especulativas razonables.

2. La regulación legal como control de las estrategias de inversión

Las estrategias de inversión de los fondos de pensiones se hallan sujetas a regulación con la finalidad de evitar que estas entidades se desvíen de los objetivos que les son propios, poniendo en peligro el cobro de las pensiones y la propia credibilidad del sistema financiero. Las normas de control, de diversos tipos, vigentes en los países que cuentan con planes de pensiones privados, se encaminan a asegurar una gestión prudente que intente optimizar seguridad, rentabilidad y liquidez, teniendo en cuenta que los fondos de pensiones canalizan un proceso de ahorro a largo plazo cuyo objetivo es cubrir en su día las prestaciones prometidas. A continuación exponemos, brevemente, los principales aspectos del régimen financiero de los fondos de pensiones en España.

En cuanto a las inversiones de los fondos de pensiones, la legislación española exige que el 90 por 100 del activo de un fondo de pensiones esté invertido en activos financieros contratados en mercados organizados reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular abierto al público (o, al menos, a las entidades financieras), en depósitos bancarios, en créditos con garantía hipotecaria y en inmuebles. Dentro de este porcentaje, la inversión en depósitos bancarios no puede superar el 15 por 100 del activo del fondo. Un coeficiente mínimo de liquidez del 1 por 100 del activo del fondo ha de mantenerse en depósitos a la vista y en activos del mer-

cado monetario con vencimiento no superior a tres meses. La inversión en títulos emitidos o avalados por una misma entidad no puede superar, en valor nominal, el 5 por 100 del total de títulos que dicha entidad tenga en circulación. Simultáneamente, la suma de estas inversiones más los créditos otorgados a la entidad (o entidades pertenecientes a un mismo grupo) o avalados por ella(s) no puede exceder del 10 por 100 del total de activos financieros integrados en el fondo de pensiones. Estas dos últimas limitaciones no se aplican a los activos emitidos o avalados por el Estado o sus organismos autónomos, las comunidades autónomas, las entidades públicas extranjeras y los organismos financieros internacionales de los que España es miembro.

Asimismo, los bienes de los fondos de pensiones sólo pueden ser objeto de garantía para asegurar el cumplimiento de las obligaciones del fondo y las obligaciones frente a terceros no pueden superar nunca el 5 por 100 del activo del fondo, no computando dentro de este límite ni las obligaciones existentes frente a los beneficiarios ni las correspondientes a los derechos consolidados de los partícipes.

Por otro lado, también con la finalidad de limitar los riesgos en que pudiera incurrir la gestión de los fondos de pensiones, éstos no pueden otorgar crédito a los partícipes de los planes de pensiones adscritos, salvo en caso de contingencias no cubiertas por cada plan que originen una disminución en la renta disponible del partícipe, bien sea por reducción de ingresos o por aumento de gastos. Si así sucediera, cada plan fija tanto las condiciones de acceso al crédito, cuyo tipo de retribución exigido no puede ser inferior al de mercado, como la cuantía a otorgar, que en ningún caso puede rebasar el 80 por 100 de los derechos consolidados por el partícipe.

3. Repercusiones de las estrategias de inversión en el mercado de capitales

Los fondos de pensiones invierten en aquellos activos que mejor se adaptan a su estrategia, con la óptica de largo o corto plazo que, para cada activo concreto, se desprende de la misma. En cuanto a las carteras de inversión de los fondos de pensiones, se observan diferencias significativas en diferentes países. Así, según datos de Davis (1995, página 161) referidos a 1991, en el Reino Unido se constata un predominio de la inversión en renta variable, 63 por 100 en acciones frente al 21 en renta fija, mientras que en Estados Unidos se observa un equilibrio entre renta variable, 46 por 100, y renta fija, 45, si bien en estadísticas referidas a 1989 (Frijns y Petersen, 1992, pág. 106) estos porcentajes ascendían al 53 para la renta variable y al 38 para la renta fija. En el resto de países, incluso en aquellos que pertenecen al área de influencia an-

glosajona, el porcentaje de inversión en renta variable es notablemente inferior: 29 en Canadá, 27 en Australia y Japón, 20 en Holanda, 18 en Alemania y 16 en Suiza, según Davis (1995, pág. 161). El resto del patrimonio de los fondos de pensiones está formado por inmuebles y otros activos. En contraste con las carteras de inversión de los fondos de pensiones, en las carteras de inversión de las economías domésticas predomina la renta fija a corto plazo junto con las inversiones en los propios fondos de pensiones y los seguros de vida (Davis, 1995, página 161, y Munnell, 1982, pág. 116). Veamos, a continuación, cuáles son las principales modificaciones que los fondos de pensiones introducen en la demanda de activos financieros.

3.1. *Demanda de activos financieros y tipos de interés*

Las inversiones de los fondos de pensiones en renta fija persiguen tanto beneficiarse de las curvas de tipos de interés crecientes a largo plazo como aplicar estrategias de inmunización al pasivo generado por los planes de prestación definida. Se desprende de aquí que los fondos de pensiones son demandantes de títulos de renta fija a largo plazo. En este sentido, es oportuno recordar que en Estados Unidos se consideran bonos del Tesoro a largo plazo todos aquellos que se emiten a un vencimiento igual o superior a diez años, existiendo emisiones a treinta años. Esta óptica de largo plazo motiva que la presencia de los fondos de pensiones en el mercado de capitales facilite la titulización hipotecaria. Por otra parte, no hay que olvidar que los fondos de pensiones no sólo se encargan de gestionar la constitución de capitales para cuando llegue el momento de la jubilación de los partícipes de los planes que administran, sino también de convertir estos capitales en rentas tras la jubilación. Se plantea entonces el problema de cómo hacer posible el pago de pensiones revalorizables según la inflación. Bodie (1990) destaca la importancia de que existan en el mercado de capitales títulos de renta fija indicados según la inflación, que permitan a los fondos de pensiones cubrir este objetivo sin asumir el riesgo de la inflación imprevista. Señala Bodie la aparición en el mercado norteamericano de algunos títulos que cumplen estas características, al prometer un interés real fijo revalorizable según la inflación del año anterior.

Friedman (1980 y 1982) expone que un desplazamiento de la demanda de títulos de renta fija del corto al largo plazo origina una reducción en el diferencial entre los tipos de interés de largo y corto plazo, es decir, una reducción en la pendiente de la curva de tipos de interés, lo cual presenta a su vez diversas consecuencias sobre la economía real, siendo la principal de ellas un incremento en la formación de capital. Para Friedman esta situación se ha dado en Estados Unidos como consecuencia del

crecimiento experimentado por los planes de pensiones tras la Segunda Guerra Mundial en detrimento de los ahorros directamente gestionados por las economías domésticas. Sin embargo, Munnell (1982, págs. 114-119) discute el trabajo de Friedman destacando que las economías domésticas invierten a largo plazo a través de los planes de pensiones, resultando poco significativo el desplazamiento de la demanda cuando se integran los activos de los fondos de pensiones con los de las economías domésticas. Al margen de esta polémica parece razonable que aparezcan los efectos señalados por Friedman en una economía con perspectivas inestables de la Seguridad Social en la que las economías domésticas han decidido incrementar su ahorro a largo plazo, canalizándolo principalmente a través de planes de pensiones, puesto que en este caso el desplazamiento de la demanda es evidente. Una situación de este tipo concordaría con la observación de Blanchard (1993), referida a la renta variable en la que los fondos de pensiones concentran asimismo buena parte de su demanda de activos financieros, según la cual el crecimiento de los planes de pensiones en Europa aparece asociado a un reducción del diferencial entre la rentabilidad exigida a la renta variable y los tipos de interés.

3.2. Volatilidad del mercado de capitales

Posiblemente el efecto más discutido de los fondos de pensiones en el mercado de capitales es el incremento de la volatilidad de la renta variable, lo cual parece paradójico a primera vista al tratarse de entidades cuya estrategia básica es de tipo pasivo. Como causas se han señalado la interacción entre sus decisiones de inversión y la aplicación de estrategias de protección de carteras (*portfolio insurance*). El impacto de la interacción entre las decisiones de inversión de los fondos de pensiones sobre la volatilidad del mercado de capitales se traduce en dos efectos de signo contrario, según la interacción obedezca a la actuación de los fondos de pensiones como inversores informados o bien sus gestores sigan un comportamiento mimético (*herd behaviour*). Para considerar el primero de ellos podemos recurrir a la distinción de Black (1986) entre inversores informados (*information traders*) e inversores superficiales (*noise traders*). Los inversores informados llevan a cabo transacciones basadas en información, mientras que los inversores superficiales realizan transacciones poco meditadas, basadas en noticias escasamente contrastadas o, simplemente, sin ninguna base. Los inversores superficiales ejecutan transacciones con mucha mayor frecuencia que los inversores informados y, por tanto, aportan liquidez al mercado a costa de añadirle imperfección. Esta imperfección es la desviación entre precio y valor, y origina un aumento de volatilidad en el mercado. Los inversores informados tienen, por lo general, como contrapartida de sus transacciones a

inversores superficiales. Cuando no ocurre así, es decir, cuando un inversor informado conoce que tiene como parte contraria en una operación a otro inversor informado, la transacción puede verse ralentizada, o incluso quedar paralizada, por el análisis que cada uno de ellos realiza de los motivos del otro para tomar la posición contraria a la suya. En realidad, toda transacción significativa de un inversor informado es una información a tener en cuenta por el resto de los inversores informados y, aún lo es más, cuando, como es el caso de los fondos de pensiones, se trata de inversores que comparten objetivos. De esta comparación entre inversores se desprende que una presencia importante de inversores informados debería conducir a mercados más perfectos, menos líquidos y, salvo la aparición de efectos que actúen en sentido contrario, menos volátiles.

La existencia de fondos de pensiones supone, pues, la presencia en el mercado de capitales de inversores informados que comparten objetivos, siguen estrategias parecidas y aplican los mismos métodos de evaluación a sus gestores. El hecho de compartir objetivos y estrategias permite esperar un comportamiento similar de los fondos de pensiones en el mercado de capitales, siempre que sus expectativas concuerden. Por otra parte, la evaluación de sus gestores a partir de carteras de referencia y del posicionamiento del propio fondo en relación al resto puede conducir a estrategias oportunistas cuyo objetivo es proteger a los propios gestores del riesgo de una mala evaluación. Como señalan Scharfstein y Stein (1990), en determinadas circunstancias los gestores de un fondo se limitan a seguir pautas de inversión similares a las que siguen la mayor parte de los gestores de los restantes fondos, ignorando informaciones que las desaconsejan. La razón es la siguiente: un gestor que elige una cartera de inversión similar a la de la mayor parte de los fondos del mercado se enfrenta a una probabilidad mucho menor de obtener unos resultados por debajo de la media que un gestor cuya elección es una cartera de inversión notablemente diferente de las del resto. Surge entonces el comportamiento mimético (*herd behaviour*) de los inversores profesionales o informados, ya señalado por Keynes (1936). Resulta, pues, que tanto la concordancia de expectativas como el posible comportamiento mimético de sus gestores inducen a los fondos de pensiones a seguir comportamientos similares en el mercado de capitales. Shiller y Pound (1987 y 1989) describen un comportamiento de los inversores institucionales mucho más moderado respecto a la especulación y más preocupado por el valor de los títulos que el descrito por Keynes (1936, capítulo 12), aunque significativamente influido por el mimetismo, señalando Shiller (1989, cap. 22) este hecho como una de las causas de la volatilidad del mercado.

Las consecuencias de los fondos de pensiones sobre la volatilidad del mercado de capitales son de

distinto signo, según indican reconocidos trabajos sobre la materia (Davis, 1995, cap. 7). A partir de su naturaleza de inversores informados y de las estrategias que les son adecuadas, podemos tratar de concretar la incidencia de los fondos de pensiones en el mercado de capitales en los siguientes efectos:

a) *Efecto de la estrategia básica.* El hecho de seguir una estrategia pasiva, complementada con operaciones de arbitraje y algunas operaciones razonables de especulación llevadas a cabo a partir de su condición de inversores informados, permite esperar que los fondos de pensiones contribuyan a reducir la volatilidad del mercado de capitales.

b) *Efecto del comportamiento mimético de los gestores.* La existencia de comportamiento mimético entre los gestores de los fondos de pensiones tiende a incrementar la volatilidad del mercado de capitales, puesto que retrasa los ajustes y, en consecuencia, incrementa su tamaño. Sin embargo, una vez se produce un movimiento de tendencia equilibradora, el mimetismo tiende a potenciarlo, provocando la incorporación al mismo de los fondos cuyos gestores, de no ser por haber observado el comportamiento de los gestores de otros fondos, retrasarían su incorporación a dicha tendencia, o ni tan siquiera lo harían, debido a las deficiencias de la información de que disponen.

c) *Efecto de la estrategia de protección de carteras (portfolio insurance).* La estrategia de protección de carteras, en cualquiera de sus variantes, conduce a comprar cuando el mercado sube y a vender cuando el mercado baja. Estos movimientos tienden, por sí mismos, a incrementar la volatilidad, pero a la vez debe tenerse en cuenta que la estrategia de protección de carteras está diseñada para proteger la cartera de renta variable del fondo en un mercado cuya rentabilidad experimenta oscilaciones suaves. Ante oscilaciones bruscas del mercado, la estrategia de protección debería revisarse sistemáticamente.

Existen algunas evidencias empíricas remarcables del efecto de los fondos de pensiones sobre la volatilidad del mercado de capitales. La más conocida de ellas es la crisis bursátil de octubre de 1987, iniciada en los mercados de Estados Unidos y rápidamente extendida por el resto de los mercados mundiales. Entre las posibles causas de esta crisis se ha señalado repetidamente una sobrevaloración previa de las acciones (Schwert, 1992), en la que habría desempeñado un papel importante el comportamiento mimético de los gestores (Scharfstein y Stein, 1990) y posiblemente un papel menos relevante la estrategia de protección de carteras, que habría provocado un aumento de las compras en la situación alcista del mercado norteamericano durante los primeros ocho meses de 1987 (Miller, 1991, págs. 56-60). La relación de los fondos de pensiones con la crisis de 1987 se ha asociado prin-

cialmente a la estrategia de protección de carteras y a los arbitrajes que estas instituciones realizaban para beneficiarse de los desequilibrios entre la bolsa y el mercado de futuros. Como es bien conocido, el informe Brady (1989, págs. 127-128) apuntaba a la estrategia de protección de carteras como una de las causas de la crisis. Sin embargo, estudios posteriores a este informe (Miller, 1991, págs. 60-61) ponen de manifiesto que, si bien la estrategia de protección de carteras pudo haber incrementado la volatilidad del mercado, no puede considerarse la causa de la crisis, tanto por la relativamente reducida importancia porcentual de las ventas a que dio lugar (Shiller, 1989, pág. 395) como por el hecho de que la caída de precios se extendió a todos los mercados mundiales, cuando la estrategia de protección de carteras sólo se aplicaba en aquel momento en el mercado norteamericano (Roll, 1989). En cuanto a los arbitrajes entre la bolsa y el mercado de futuros, si funcionan correctamente, restablecen el equilibrio entre ambos mercados y reducen la volatilidad. No obstante, en la crisis de octubre de 1987 el ajuste de precios se produjo más rápidamente en el mercado de futuros que en la bolsa, en la que existían órdenes en espera y, por tanto, no reflejadas en el precio, cuya contrapartida en el supuesto arbitraje ya había sido ejecutada en el mercado de futuros (Miller, 1989). La consecuencia fue que operaciones concebidas en principio como arbitrajes se convirtieron en operaciones especulativas que incrementaron la volatilidad del mercado.

En suma, de los hechos observados durante la crisis de octubre de 1987 se desprende que la estrategia de protección de carteras difícilmente puede causar una crisis por sí misma, pero contribuye a aumentar la volatilidad del mercado, aunque, como anteriormente se ha indicado, su aplicación debería revisarse sistemáticamente ante movimientos bruscos del mercado, ascendentes o descendentes. Por otra parte, la realización de arbitrajes es por sí misma una actividad que favorece el equilibrio de los mercados financieros, a condición de que la conexión entre ellos esté funcionando eficazmente. Como señala el informe Brady y subraya Miller (1989, pág. 211), durante la crisis de 1987 el comportamiento más caótico de los mercados financieros se produjo a partir del momento en que el arbitraje entre la bolsa y el mercado de futuros dejó de ser posible.

4. Institucionalización del ahorro para la jubilación y sistema financiero

La institucionalización del ahorro para la jubilación presenta importantes consecuencias para el sistema financiero, ya que supone la concentración de una parte del ahorro agregado en manos de unos intermediarios financieros específicos, los fondos de pensiones, que invierten preferentemente en títulos de renta fija a largo plazo y en títulos de ren-

ta variable cotizados en mercados financieros organizados, tales como las bolsas de valores. Para comprender las consecuencias de este hecho sobre el sistema financiero conviene revisar, siquiera brevemente, aquellas características del mismo que pueden verse alteradas y que se refieren principalmente al proceso de intermediación financiera. Existen dos circuitos a través de los cuales oferentes y demandantes de financiación entran en contacto en el mercado financiero: el circuito de financiación directa y el circuito de financiación indirecta o intermediación financiera. En el circuito de financiación directa, oferentes y demandantes de financiación realizan transacciones entre ellos, emitiendo títulos los demandantes y adquiriéndolos los oferentes, con lo que nace así el mercado primario de financiación que, por razones obvias, requiere ser complementado por el mercado secundario, la Bolsa de valores principalmente. En el circuito de financiación indirecta, los intermediarios financieros, fundamentalmente bancos, actúan como demandantes de financiación frente a los oferentes y como oferentes frente a los demandantes. Este circuito financiero no precisa la existencia de un mercado secundario. Los sistemas financieros en los que predomina el circuito de financiación indirecta, como en la Europa continental, se denominan de orientación bancaria, mientras que los sistemas financieros en los que prevalece el circuito de financiación directa, como en los países anglosajones, se denominan de orientación de mercado. La actuación de los fondos de pensiones como intermediarios financieros se caracteriza por captar para su administración el ahorro que han recibido los planes de pensiones e invertirlo en los mercados de títulos, por lo que la introducción de los fondos de pensiones en un sistema financiero de orientación bancaria puede, si alcanzan un volumen suficiente, significar un fuerte impacto sobre el mismo, modificando su orientación hacia un sistema de mercado.

La magnitud de este impacto ha de ser considerada a la luz del proceso de desintermediación financiera o titulización, iniciado en la segunda mitad de los años setenta y que desde entonces viene experimentando, en mayor o menor medida, aunque de forma creciente, la práctica totalidad de los países. Consiste este proceso en el hecho de que oferentes y demandantes de financiación realizan transacciones en los mercados financieros, prescindiendo de la intermediación que proporciona la banca. Sus causas (Sijben, 1988 y 1991) radican en el desarrollo de los mercados de títulos derivados que permiten controlar el riesgo de las inversiones en títulos primitivos, el rápido desarrollo de la tecnología de la electrónica y la comunicación, que contribuye a la globalización de los mercados financieros, y la liberalización de los mismos, que incrementa su capacidad competitiva. El efecto lógico de un crecimiento importante de los fondos de pensiones en un mercado financiero con potencial importante para la titulización es el desplazamiento del sistema finan-

ciero hacia una mayor orientación al mercado, en detrimento del proceso de intermediación bancaria. Veamos con mayor detalle las consecuencias de este hecho para la banca, las empresas y la propia organización del mercado secundario.

La banca queda afectada tanto en su capacidad de obtener financiación como en sus oportunidades de inversión. En cuanto a su financiación, capta un menor volumen de pasivo por el sistema tradicional de depósitos, por lo que cabe esperar que se incorpore al proceso de titulización principalmente ofreciendo participaciones hipotecarias al mercado financiero. En cuanto a sus oportunidades de inversión, la demanda de créditos por parte de las grandes empresas —aquellas en cuyos títulos los fondos de pensiones invierten preferentemente— se ve reducida, al poder colocar éstas más fácilmente sus nuevas emisiones de obligaciones y acciones en un mercado financiero expansionado. Resulta, pues, razonable que la banca intente sustituir parcialmente su actividad de intermediación financiera por gestión profesional de inversiones, creando fondos de inversión y fondos de pensiones con el propósito de mantener su cuota de mercado tanto desde el punto de vista de la inversión como desde el punto de vista de la financiación. Puede así mantenerse, o incluso incrementarse, la cuota de mercado de un determinado grupo financiero, pero la banca como tal continúa igualmente viéndose obligada a afrontar la competencia de los fondos de pensiones por la diferente lógica de gestión de ambos tipos de entidades.

En lo que atañe a las empresas que cotizan en bolsa, disponen, como ya se ha dicho, de mejores oportunidades de financiación, probablemente con un coste de capital menor, en un mercado cuyo tamaño se ha ampliado. Una novedad significativa es la incorporación de los fondos de pensiones como accionistas. Tradicionalmente se ha considerado a los fondos de pensiones como accionistas pasivos, que se limitan a vender sus acciones cuando pierden interés en la empresa (Pesando, 1992). Sin embargo, en la década de los noventa, y especialmente en Estados Unidos, se ha observado una transformación del papel pasivo de los fondos de pensiones como accionistas (Davis, 1995, cap. 8), pues un buen número de ellos ha pasado a ejercer un fuerte control de la gestión de la empresa, no vacilando en provocar cambios de directivos.

El aumento del peso de los inversores institucionales en el mercado financiero incide igualmente sobre la propia operativa del mercado, ya que ganan presencia las transacciones de importe elevado frente a las transacciones de montante reducido. Como señala Hepp (1992) la institucionalización de la inversión va asociada a una influencia creciente sobre el mercado por parte de un número limitado de entidades que administran un importante volumen de fondos. Estos inversores requieren mercados líquidos, capaces, pues, de absorber transac-

ciones importantes sin alteraciones sustanciales en el precio y con bajos costes de transacción. En consecuencia, la expansión de los mercados financieros organizados que se supone asociada a la expansión de los fondos de pensiones debe contemplar la adaptación de los sistemas de negociación que el cambio requiere. Sharpe, Alexander y Bailey (1995, cap. 3) exponen los sistemas de transacción que los mercados de capitales estadounidenses aplican para absorber ofertas y demandas de los inversores institucionales. Por su parte, Davis (1993) señala la importancia, atribuible a este tipo de inversores, que ha adquirido el mercado SEAQ (Stock Exchange Automatic Quotations) Internacional de Londres, que absorbe el 50 por 100 de las compraventas de acciones francesas e italianas y el 30 de las alemanas, situación que, como el mismo autor señala, podría equilibrarse en la medida en que la inversión institucional se desarrolle en estos países.

En suma, el principal impacto en el sistema financiero de la institucionalización del ahorro para la jubilación a través de planes y fondos de pensiones consiste en la potenciación del mercado financiero en detrimento de la intermediación bancaria, lo cual, en opinión de Davis (1993), puede provocar la aproximación de los sistemas financieros de orientación bancaria propios de la Europa continental al sistema financiero de los países anglosajones orientado al mercado. Además, los mercados financieros deben adaptarse para absorber adecuadamente las transacciones de los nuevos inversores, y los directivos de las empresas deben igualmente adaptarse a la presencia de un nuevo tipo de accionistas.

V. PLANES, FONDOS DE PENSIONES Y MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

Al considerar la incidencia de los planes y fondos de pensiones en el mercado de capitales español hay que tener en cuenta que los planes y fondos de pensiones españoles se rigen por la *Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones* (Ley 8/1987, de 8 de junio) y por el subsiguiente Reglamento (Real Decreto 1307/1988), que entró en vigor en noviembre de 1988. Así pues, planes y fondos se hallan todavía en fase de crecimiento previa a la consolidación, por lo que la manifestación de sus efectos sobre el mercado financiero no puede ser sino débil en el momento actual. Para comparar la situación española con la de otros países hemos construido el cuadro núm. 1, donde la mayor parte de las cifras engloba seguros de vida y fondos de pensiones, dada la proximidad de las finalidades de ambas figuras.

Se observa que en España los derechos de las economías domésticas sobre las reservas técnicas de los seguros de vida y los fondos de pensiones representan un porcentaje sobre el producto interior

bruto (13,40) inferior al del resto de los países de la muestra, que va desde el casi 92 de Estados Unidos al 18 de Italia, lo cual resulta perfectamente lógico dado que en España la previsión privada de jubilación no se ha estimulado hasta una fecha relativamente reciente. Por otra parte, tampoco procede tomar como referencia sistemática los porcentajes de los países anglosajones, donde la previsión privada predomina sobre la pública. De la lectura de la distribución de la inversión financiera de las economías domésticas se desprende que el porcentaje español de sus inversiones en seguros de vida y planes de pensiones se sitúa en la banda baja, pues sólo Italia se halla por debajo de España en 1994. En cambio, al compararlo con el porcentaje de activos líquidos —depósitos y renta fija a corto plazo— se constata la existencia de un potencial de crecimiento de las inversiones de previsión a largo plazo en detrimento de los depósitos, que, a pesar de sus plazos de vencimiento relativamente cortos, posiblemente significan un ahorro estable de las economías domésticas. El hecho de dotar a los planes de pensiones de una cierta liquidez favorecería este trasvase, que, además, en caso de producirse conduciría al cambio del control de importantes cifras de ahorro, que pasarían de los depósitos bancarios a los fondos de pensiones.

Las aportaciones de las economías domésticas españolas a seguros de vida y planes de pensiones, tanto si se miden sobre la adquisición neta de activos financieros por parte de las mismas como si se miden sobre el producto interior bruto, experimentan un aumento espectacular a partir de 1988 (de casi el 6 por 100 en el período 1981-1987 al 23 en 1994 sobre la adquisición neta de activos financieros) que, sin embargo, si tomamos como referencia el resto de los países de la muestra, debería aumentar todavía más. Dentro de este apartado, cabe subrayar que la reducción observada en el trienio 1991-1993 no se debe a la evolución de los fondos de pensiones, que en los últimos años han presentado un ritmo de crecimiento muy destacable, tanto en su volumen total de activos (que ha aumentado en un 29,5 por 100 a lo largo de 1993, un 20,7 en 1994 y un 24 en 1995) como en el número de partícipes de los planes que administran (que ha crecido un 5,4 por 100 en 1993, un 19,5 en 1994 y un 12,8 en 1995), según datos de la Dirección General de Seguros.

Es de prever que esta situación cambie en un futuro cercano debido a las perspectivas inestables de la Seguridad Social española. Posiblemente la tendencia que se observa actualmente de un aumento en el ahorro de las familias, que ha pasado del 10,9 por 100 sobre la renta disponible en 1994 al 12,5 por 100 en 1995, según se desprende de las cifras de la Contabilidad Nacional, no sea ajena a esta situación, pues la referida inestabilidad actúa como un potente estímulo para la suscripción de planes de pensiones individuales.

Merece destacarse, por otra parte, la baja inver-

**CUADRO NÚM. 1
PREVISIÓN PRIVADA DE VIDA EN ESPAÑA Y OTROS PAÍSES DE LA OCDE: COMPARACIÓN**

	España (1994)	Francia (1994)	Italia (1994)	Alemania (1994)	Reino Unido (1994)	Estados Unidos (1994)	Japón (1994)
Derechos de las economías domésticas sobre las reservas técnicas de los seguros de vida y fondos de pensiones (millones de pesetas)	8.668	46.735	25.646	91.606	169.846	798.097	332.092
Porcentaje sobre el PIB	13,40	25,43	18,69	36,40	127,60	91,81	59,53
Porcentaje de las aportaciones de las economías domésticas a seguros de vida y planes de pensiones sobre: (A) adquisición neta de activos financieros y (B) PIB.	(A) (B)	(A) (B)	(A) (B)	(A) (B)	(A) (B)	(A) (B)	(A) (B)
1981-1987	5,92 0,76	11,48 0,96	nd nd	33,48 2,45	48,96 5,45	54,96 5,93	25,02 3,65
1988-1990	20,72 2,15	31,71 2,47	nd nd	31,13 2,45	55,83 5,33	53,18 4,87	35,17 5,97
1991-1993	15,27 1,65	45,33 3,16	11,56 1,71	28,11 2,54	59,33 5,03	70,13 5,73	39,71 4,61
1994	23,05 1,91	75,96 4,41	25,62 2,60	34,84 2,76	56,13 4,14	31,36 2,23	41,76 4,61
Distribución de la inversión financiera de las economías domésticas (Porcentaje)	1987 1994	1987 1994	1987 1994	1987 1994	1987 1994	1987 1994	1987 1994
Activos líquidos y renta fija a corto plazo	15,15 16,26	21,02 11,94	28,85 24,59	7,52 9,09	6,82 5,01	6,54 6,01	9,73 9,38
Depósitos	47,17 38,93	31,82 23,45	21,05 18,52	44,65 36,09	24,24 22,94	17,80 11,96	51,61 53,00
Renta fija a largo plazo	13,25 10,06	5,14 4,00	17,37 19,77	14,37 13,93	6,15 5,62	7,35 9,68	10,22 6,29
Acciones	17,80 22,30	32,76 43,59	21,55 23,84	5,57 13,01	14,42 11,81	17,64 22,74	9,88 6,63
Derechos sobre seguros de vida y planes de pensiones	3,76 10,41	5,79 14,51	8,36 9,18	25,36 25,09	45,55 51,55	30,15 34,58	17,48 24,70
Otros	2,87 2,04	3,47 2,51	2,82 4,10	2,53 2,79	2,82 3,12	20,52 15,03	1,08 —
Total	100 100	100 100	100 100	100 100	100 100	100 100	100 100

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas financieras de la Contabilidad Nacional y de las Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional.

sión en acciones de los fondos de pensiones españoles que, según datos de la Dirección General de Seguros referidos a 1994, se sitúa en el 5 por 100 del valor total de sus activos, cifra notablemente inferior no sólo a las de los países anglosajones, donde supera el 60 por 100 en el Reino Unido y el 45 en Estados Unidos, sino también a las de Alemania y Japón, que se aproximan a sus límites legales del 20 y 30 por 100, respectivamente, según datos facilitados por Davis referidos a 1990 (Davis, 1995, capítulo 6). Esta situación no varía significativamente si tomamos como referencia la distribución de la inversión financiera de las compañías de seguros y fondos de pensiones, según cifras de la Contabilidad Nacional —que engloban en este apartado las aseguradoras de todo tipo—, pues, para 1994, se obtiene un 8,24 por 100 de inversión en acciones para España frente a un 28 para Alemania, 30 para Francia, 33 para Italia, 35 para Estados Unidos y 76 para el Reino Unido. En consecuencia, puede decirse que, por el momento, los fondos de pensiones españoles se hallan muy lejos de precisar de estrategias de protección de carteras (*portfolio insurance*) a la vez que cabe esperar que en un próximo futuro incrementen su inversión en renta variable.

En cuanto a las consecuencias sobre el mercado financiero, lógicamente cabe esperar que vayan en la línea de las que a lo largo del presente trabajo hemos ido analizando para otros países que tienen un sistema de previsión privada desarrollado. Conviene tener en cuenta que este impacto, que lógicamente será acorde con las propias dimensiones de la economía española, se producirá sobre un mercado financiero, en particular la renta variable, de dimensiones modestas, pues en 1994 las bolsas españolas suponían el 1,1 por 100 de la capitalización de las bolsas mundiales y el 2,9 por 100 de las bolsas de los países desarrollados (Sharpe, Alexander y Bailey, 1995, pág. 967). Por otra parte, las entidades bancarias han dado algunos pasos cruciales para adaptarse a las nuevas condiciones del mercado financiero, tanto avanzando en el proceso de titulación de activos (Freixas, 1993) como creando fondos de pensiones, presumiblemente capaces de reabsorber una parte muy importante del volumen de negocio que puede perder el proceso de intermediación bancaria. A 31 de diciembre de 1995, según datos de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (Inverco), en España el patrimonio de los fondos de pensiones vinculados a entidades bancarias suponía aproximadamente el 65 por 100 del patrimonio total de los fondos, ascendiendo los partícipes de los planes gestionados por estos fondos al 85 por 100 del total aproximadamente. Por tanto, no son de prever efectos traumáticos en el sistema financiero, aunque sí importantes y que exigirán una adaptación constante al nuevo entorno.

VI. CONCLUSIONES

Los planes de pensiones generan efectos sobre el mercado de capitales tanto de orden cuantitativo, incidiendo en el nivel de ahorro agregado, como de orden cualitativo, afectando a sus características y funcionamiento. La relación entre planes de pensiones y nivel de ahorro en caso de perspectivas estables de la Seguridad Social no presenta un signo definido desde el punto de vista teórico, al existir imperfecciones del mercado que actúan en sentido contrario, favoreciendo unas el aumento del ahorro a través de los planes de pensiones y originando otras una reducción del mismo por idéntica razón. Sin embargo, la mayor parte de los estudios empíricos confirma que los planes de pensiones favorecen moderadamente el ahorro antes de considerar la incidencia de las desgravaciones fiscales de que gozan las aportaciones a los planes de pensiones, quedando sujeto a discusión el efecto neto sobre el ahorro después de las desgravaciones fiscales.

En caso de perspectivas inestables de la Seguridad Social, el primer problema que se plantea es la absorción por parte del mercado de capitales del aumento de ahorro que la sociedad genera para sustituir, siquiera parcialmente, a la Seguridad Social, pues el cambio sistemático a una situación de mayor ahorro debe ir acompañado de una mayor inversión para mantener el equilibrio del mercado de capitales y evitar tanto un aumento de los precios de los activos financieros como un descenso de los tipos de interés, cuya única razón sería la mayor afluencia de dinero al mercado. La inversión financiera exterior puede ser asimismo una solución a este problema, siempre que se dirija a mercados que se hallen en condiciones de traducirla en un aumento de la inversión real. En el largo plazo, la situación que potencialmente pueden crear las perspectivas inestables de la Seguridad Social asociadas a un envejecimiento de la población merece ser atentamente analizada, pues cabe que conduzca a una situación en la que los fondos de pensiones lleguen a ser vendedores netos de activos financieros, lo cual puede, si el aumento de la oferta de los fondos de pensiones no se ve compensado por un aumento de la demanda procedente de otras fuentes, llevar a una reducción del precio de los activos financieros y a un aumento de los tipos de interés. En un caso extremo en que la presión de la demanda de títulos por parte de los fondos de pensiones en la fase de crecimiento de los planes de pensiones y la presión de la oferta de títulos por parte de estas entidades en la fase de madurez de los planes se unan de forma acusada, las pensiones a percibir a través del sistema de capitalización pueden resultar sustancialmente inferiores a las inicialmente previstas.

Las modificaciones cualitativas que experimenta el mercado de capitales como consecuencia de la presencia de los fondos de pensiones se concretan en el cambio en la demanda de activos financieros

—en la que la renta fija a largo plazo y las acciones ganan terreno a los depósitos bancarios—, el incremento de la volatilidad y el aumento del peso del mercado frente a la intermediación bancaria en el sistema financiero. Davis (1993) señala que el cambio parcial de la previsión pública de jubilación a la previsión privada, que están experimentando los países de la Europa continental, puede aproximar su sistema financiero, en el que predomina la intermediación bancaria, al sistema financiero anglosajón orientado al mercado.

En cuanto al caso español, debe considerarse incluido dentro de la situación de perspectivas inestables de la Seguridad Social que, debido al envejecimiento de la población y al sistema de financiación de la previsión pública padecen los países europeos. Los planes y fondos de pensiones españoles, que se rigen por la normativa actual desde noviembre de 1988, se hallan todavía en una fase de expansión, pudiendo aventurarse que el sistema financiero será capaz de absorber su impacto en el marco de una transición ordenada, aunque probablemente los fondos de pensiones españoles deberán replantearse algunos aspectos de su estrategia de inversión, yendo hacia una mayor inversión en renta variable y una mayor diversificación internacional.

NOTA

(*) Como precisión, conviene tener en cuenta que el resultado de las inversiones comprende una parte líquida, formada por intereses y dividendos, y una parte no líquida, las ganancias de capital o aumento del valor de los activos, cuya transformación en liquidez exige igualmente una venta parcial de activos, que en este caso no reduce el ahorro agregado.

REFERENCIAS

- ATKINSON, Anthony B. (1987), «Income maintenance and social insurance», en AUERBACH, Alan J., y FELDSTEIN, Martin (eds.): *Handbook of Public Economics*, vol. 2, North-Holland, Amsterdam, págs. 779-809.
- AVERY, Robert B.; ELLIEHAUSEN, Gregory F., y GUSTAFSON, Thomas A. (1986), «Pensions and Social Security in household portfolios: evidence from the 1983 survey of consumer finances», en ADAMS, F., y WATCHER, S. (eds.): *Savings and Capital Formation*, Lexington.
- BAREA, José, y GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel (dirs.) (1996), *Pensiones y prestaciones por desempleo*, Fundación BBV, Colección Documenta, Bilbao.
- BLACK, Fisher (1986), «Noise», *Journal of Finance*, vol. 41, número 3, págs. 529-543.
- BLACK, Fisher, y SCHOLES, Myron (1973), «The pricing of options and corporate liabilities», *Journal of Political Economy*, vol. 81, páginas 637-654.
- BLANCHARD, Olivier J. (1993), «The vanishing equity premium», en O'BRIEN, Richard (ed.), *Finances and the International Economy: 7*, The Amex Bank Review Prize Essays, Oxford University Press, Oxford, págs. 22-39.
- BODIE, Zvi (1990), «Pension fund investment policy», en FABOZZI, Frank J. (ed.), *Managing Institutional Assets*, Harper & Row, Nueva York, págs. 87-101.

- BOULDING, Kenneth E. (1958), *Principles of Economic Policy*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey.
- BRADFORD, David F. (1980), «The economics of capital policy towards savings», en FURSTENBERG, George M. von (ed.), *The Government and Capital Formation*, Ballinger, Cambridge, Massachusetts.
- BULOW, Jeremy I; MØRCK, Randall, y SUMMERS, Lawrence (1987), «How does the market value unfunded pension liabilities?», en BODIE, Zvi; SHOVEN, John B., y WISE, David A. (eds.), *Issues in Pension Economics*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, págs. 81-109.
- DAVIS, E. Philip (1993), «The development of pension funds: an approaching financial revolution for continental Europe», en O'BRIEN, Richard (ed.), *Finance and the International Economy: 7*, The Amex Bank Review Prize Essays, Oxford University Press, Oxford, págs. 109-126.
- (1995), *Pensions Funds. Retirement-income Security, and Capital Markets. An International Perspective*, Clarendon Press, Oxford.
- DAVANZO, Lawrence E., y KANTZ, Leslie B. (1992), «Towards global pension market», *Journal of Portfolio Management*, páginas 77-85.
- DIAMOND, Peter, y HAUSMAN, Jerry (1984), «Individual retirement and savings behaviour», *Journal of Public Economics*, vol. 23, páginas 81-114.
- DILNOT, Andrew (1992), «Taxation and private pensions: costs and consequences», en OCDE, *Private Pensions and Public Policy*, Social Policy Studies, núm. 9, París, págs. 63-76.
- FABOZZI, Frank J. (1995), *Investment Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey.
- FELDSTEIN, Martin (1976), «Do private pensions increase national savings?», *Journal of Public Economics*, vol. 10, págs. 277-293.
- FELDSTEIN, Martin, y MØRCK, Randall (1983), «Pension funding decisions, interest rate assumptions and share prices», en BODIE, Zvi, y SHOVEN, John B. (eds.), *Financial Aspects of the United States Pensions System*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, páginas 177-210.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1995), *International Capital Markets Developments, Prospects, and Policy Issues*, World Economic and Financial Surveys, Washington, D.C.
- FREIXAS, Xavier (1993), «La titulización y el mercado de crédito hipotecario», *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 44, páginas 53-59.
- FRIEDMAN, Benjamin M. (1980), «The effect of shifting wealth ownership on the term structure of interest rate: the case of pensions», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 94, págs. 567-590.
- (1982), «Effects of shifting saving patterns on interest rates and economic activity», *Journal of Finance*, vol. 37, núm. 1, páginas 37-62.
- FRIJNS, Jean, y PETERSEN, Carel (1992), «Financing, administration and portfolio management: how secure is the pension promise», en OCDE, *Private Pensions and Public Policy*, Social Policy Studies, núm. 9, París, págs. 99-113.
- FRUSTENBERG, George M. von, y MALKIEL, Burton G. (1977), «The government and capital formation: a survey of recent issues», *Journal of Economic Literature*, vol. 15, págs. 840-842.
- GÓMEZ SALA, Jesús Salvador (1987), «Los efectos de las pensiones del sistema de seguridad social sobre el ahorro: 1967-1983», *Papeles de Economía Española*, núm. 30-31, págs. 369-371.

- HEPP, Stefan (1992), «The investment behaviour of European pension funds: implications for Europe's capital markets», en MORTENSEN, Jorgen (ed.), *The Future of Pensions in the European Community*, Brassey's, Londres.
- HERCE, José A. (1985), «Seguridad Social, decisiones individuales óptimas, comportamiento agregado y evidencia empírica en España: 1956-1982», Fundación Empresa Pública y Universidad Complutense, *Documentos de Trabajo*, núm. 8, página 503.
- (1996), *La Seguridad Social del siglo XXI y la reforma de las pensiones de 1996*, Colección «Textos Express», Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), enero, Madrid.
- HERCE, José A., y PÉREZ-DÍAZ, Víctor (dirs.) (1995), *La reforma del sistema público de pensiones en España*, Colección Estudios e Informes, núm. 4, Servicio de Estudios, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Barcelona.
- IBBOTSON, Roger G., y BRINSON, Gary P. (1993), *Global Investing*, McGraw-Hill, Nueva York.
- Informe Brady* (1989), síntesis en KAMPHUIS, Robert W., Jr.; KORMENDI, Roger C., y WATSON, Henry J. W. (eds.), *Black Monday and the Future of Financial Markets*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, págs. 127-203.
- KEYNES, John Maynard (1936), *General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, Londres.
- LELAND, Hayne E., y RUBINSTEIN, Mark (1981), «Replicating options with position in stocks and cash», *Financial Analysts Journal*, vol. 37, núm. 4, págs. 63-72.
- Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (Ley 8/1987, de 8 de junio), *Boletín Oficial del Estado*, número 137, de 9 de junio.
- LÓPEZ GARCÍA, Miguel Ángel (comp) (1987), *La economía del sistema de pensiones de la Seguridad Social*, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid.
- MCCURDY, Thomas, y SHOVEN, John B. (1992), «Stock, bonds and pension wealth», en WISE, David A. (ed.), *Topics in the economics of aging*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, págs. 61-78.
- MARTÍN MARCOS, Ana, y MORENO MARTÍN, Lourdes (1989), «Los efectos de las pensiones de la Seguridad Social sobre la oferta de factores: ahorro y trabajo. Una evidencia empírica», Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, *Documento de Trabajo*, núm. 42, Madrid.
- MILLER, Merton H. (1989), «Preliminary and final reports of the Committee of Inquiry convened by the Chicago Mercantile Exchange», en KAMPHUIS, Robert W., Jr.; KORMENDI, Roger C., y WATSON, Henry J. W. (eds.), *Black Monday and the Future of Financial Markets*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, páginas 205-268.
- (1991), *Financial Innovations and Market Volatility*, Basil Blackwell, Oxford.
- MINISTERIO DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL (1995), *La seguridad social en el umbral del siglo XXI. Estudio económico-actuarial*, Secretaría General para la Seguridad Social, Colección Seguridad, núm. 14, Madrid.
- MUNNELL, Alicia H. (1976), «Private pensions and savings: new evidence», *Journal of Political Economy*, vol. 84, págs. 1013-1032.
- (1982), *The Economics of Private Pensions*, The Brookings Institution, Washington, D.C. (trad.: *Aspectos económicos de los planes privados de pensiones*, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid, 1987).
- MUNNELL, Alicia H., y COOK, Leah M. (1991), «Explaining the post-war pattern of personal saving», *New England Economic Review*, págs. 17-27.
- MUNNELL, Alicia H., y JOHN, Frederick O. (1992), «What is the impact of pensions on savings?», en BODIE, Zvi, y MUNNELL, Alicia H. (eds.), *Pensions and the Economy: Sources, Uses and Limitations of Data*, Pension Research Council Publications, University of Pennsylvania Press, Philadelphia, Pennsylvania.
- OLDFIELD, George S. (1977), «Financial aspects of the private pension system», *Journal of Money, Credit and Banking*, volumen 9, págs. 48-54.
- PESANDO, James E. (1992), «The economic effects of private pensions», en OCDE, *Private Pensions and Public Policy*, Social Policy Studies, núm. 9, París, págs. 115-133.
- POTERBA, James M.; VENTI, Steven F., y WISE, David A. (1995), «The effects of special saving programs on saving and wealth», *Working Paper*, núm. 5.287, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- POUND, John, y SHILLER, Robert J. (1987), «Are institutional investors speculators?», *Journal of Portfolio Management*, páginas 46-52.
- Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre), *Boletín Oficial del Estado*, número 263, de 2 de noviembre.
- ROLL, Richard W. (1989), «The international crash of October 1987», en KAMPHUIS, Robert W., Jr.; KORMENDI, Roger C., y WATSON, Henry J. W. (eds.), *Black Monday and the Future of Financial Markets*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, páginas 35-70.
- SÁNCHEZ MALDONADO, José, y GÓMEZ SALA, Jesús Salvador (1996), *Análisis económico de las pensiones*, Fundación BBV, Colección Documenta, Bilbao.
- SCHARFSTEIN, D. S., y STEIN, J. C. (1990), «Herd behaviour and investment», *American Economic Review*, vol. 80, págs. 465-479.
- SCHIEBER, Sylvester J., y SHOVEN, John B. (1994), «The consequences of population aging on private pension fund saving and asset markets», *Working Paper*, N.º 4.665, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- SHARPE, William F.; ALEXANDER, Gordon J., y BAILEY, Jeffrey V. (1995), *Investments*, 5.ª edición, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey.
- SCHWERT, William G. (1992), «Stock market crash of October 1987», en NEWMAN, Peter; MILGATE, Murray, y EATWELL, John, *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 3, páginas 577-582.
- SHILLER, Robert J. (1989), «Investor behaviour in the October 1987 stock market crash: survey evidence», en SHILLER, Robert J., *Market Volatility*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, págs. 379-402.
- SHILLER, Robert, y POUND, John (1989), «Survey evidence on diffusion of interest and information among institutional investors», *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 12, páginas 47-66.
- SIEGEL, Jeremy J. (1992), «The equity premium: U.S. stock and bond returns since 1802», *Financial Analysts Journal*, vol. 48, número 1, págs. 28-38, 46.
- SIJBEN, Jacques J. (1988), «Financial innovations, monetary policy and financial stability», *Kredit und Kapital*, págs. 45-66.
- (1991), «The situation and the outlook for funds and portfolio management institutions in the Netherlands», en PREDÁ, Stefano (ed.), *Funds and Portfolio Management Institution*, North-Holland, Amsterdam, págs. 81-116.
- ZUBIRI, Ignacio (1996), «Provisión pública versus provisión privada de los planes de pensiones», Fundación BBV, Colección Documenta, Bilbao.