

LOS PLANES DE PENSIONES COMO INSTRUMENTOS DE AHORRO A LARGO PLAZO: UN ANÁLISIS DE SU RENTABILIDAD

Germán Carrasco Castillo, José M. Domínguez Martínez y Miguel Gutiérrez Bengoechea
Universidad de Málaga

1. Introducción

En los últimos años, los planes de pensiones vienen alcanzando un relieve cada vez mayor en nuestro país, pese a encontrarse aún lejos de lo que se considera puede ser su techo potencial. Son diversas las razones que explican el desarrollo de los planes de pensiones y sus expectativas de crecimiento, y entre ellas destaca ante todo la dificultad que el sistema público de pensiones puede presentar en un futuro ya no muy lejano para hacer frente en los mismos términos que hasta ahora a las prestaciones devengadas por el conjunto de sus beneficiarios. Así, las distintas proyecciones y estudios efectuados en España sobre el futuro de dicho sistema comparten como denominador común la posible aparición de importantes déficit financieros a medio plazo(1).

Aun cuando tras los acuerdos políticos alcanzados se han despejado muchas dudas al respecto(2), la incertidumbre que ha venido rodeando este tema está incidiendo en la creciente importancia adquirida por los planes de pensiones, que para muchos trabajadores activos aparece como la única alternativa para complementar en su momento las pensiones de jubilación derivadas del sistema público.

Ahora bien, al margen de ese papel de complemento de las pensiones públicas, los planes de pensiones disfrutan de un régimen fiscal especial que los convierten en una opción que puede resultar interesante en sí misma para la colocación del ahorro personal a largo plazo. El presente trabajo tiene por objeto realizar un análisis de la rentabilidad financie-

ro-fiscal de los planes de pensiones individuales desde esa perspectiva.

El trabajo se estructura de la siguiente manera: en primer término se efectúa un repaso del papel desempeñado por los planes de pensiones y de la evolución de su importancia en nuestro país. A continuación se dedica un apartado a exponer los aspectos más significativos de la regulación de los fondos y planes de pensiones, dejando para un epígrafe posterior el examen de la fiscalidad de los mismos. La siguiente sección se centra en el análisis de la rentabilidad financiero-fiscal de los planes, según distintos escenarios y variables. Posteriormente se realiza una comparación con el que se está convirtiendo en el principal instrumento para la colocación del ahorro a largo plazo, los fondos de inversión. El trabajo finaliza con una reseña de las conclusiones obtenidas.

2. El papel y la importancia de los planes de pensiones

El papel que nuestro ordenamiento jurídico atribuye a los planes de pensiones aparece expresado en la Ley 8/1987, de 8 de junio, reguladora de los Planes y Fondos de Pensiones, en la que aquéllos quedan configurados como instituciones de previsión voluntaria y libre, cuyas prestaciones tienen carácter privado y pueden ser o no complementarias a las de la Seguridad Social, a las que en ningún caso sustituyen. Esta caracterización guarda armonía con lo dispuesto en el artículo 41 del texto constitucional, que dispone que "los poderes públicos mantendrán un régimen público de Seguridad Social para todos los ciudadanos, que garantice la asistencia y prestaciones so-

ciales suficientes ante situaciones de necesidad, especialmente en caso de desempleo", en tanto que "la asistencia y prestaciones complementarias serán libres".

Queda claro, pues, el carácter de los planes de pensiones, sustentado en la nota básica de voluntariedad, que los diferencia de los otros dos pilares, el básico y el profesional, junto con los que configuran los sistemas de previsión vigentes en los países occidentales desarrollados(3). En estos países, la fórmula del ahorro individual viene creciendo relativamente frente a los otros sistemas señalados, habitualmente bajo el amparo de incentivos fiscales orientados a fomentar el ahorro y así reducir la creciente presión a que están sometidos los sistemas públicos. Como se pone de relieve en Inverco-Towers Perrin (1995), y puede comprobarse en el cuadro núm. 1, se aprecia una relación negativa entre el desarrollo de los sistemas complementarios voluntarios y el nivel de prestaciones de la Seguridad Social y de los planes complementarios obligatorios. A este respecto, el alto nivel de cobertura del sistema público de pensiones ha sido señalado como una de las causas del escaso desarrollo de los planes y fondos de pensiones en España(4).

En España, la magnitud alcanzada por los fondos de pensiones es, en efecto, aún modesta. A finales de 1996, su patrimonio acumulado ascendía a 3 billones de pesetas. Esta cifra representa algo más de un 3% del conjunto del ahorro financiero de las familias y menos de una quinta parte del montante de los fondos de inversión (cuadro núm. 2). Ahora bien, a lo largo de los últimos años vienen registrando unas elevadas tasas de crecimiento, del orden del 30%, lo que, unido a las consideraciones antes expuestas, hacen presagiar que sigan ganando importancia, condicionada a las posibles modificaciones en su regulación. Algunas previsiones apuntan que en el año 2000 podrían llegar a duplicar su participación actual dentro del ahorro familiar, con un patrimonio superior a los 7 billones de pesetas(5). En el cuadro núm. 3 puede verse la importancia relativa de los activos gestionados por los fondos de pensiones en diversos países desarrollados(6).

De otro lado, dentro los fondos de pensiones, son los del sistema individual los que presentan un mayor ritmo de crecimiento, que les

CUADRO NÚM. 1
NIVEL DE PRESTACIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL Y
COBERTURA DE LA PREVISIÓN SOCIAL COMPLEMENTARIA
(Porcentajes)

Países	Tasa de sustitución de la Seguridad Social para el nivel del salario medio (solteros)	Población ocupada cubierta por planes complementarios
Estados Unidos	45	95
Reino Unido	28 (cont. in) 21 (cont. out)	50-60 (contracted out: 100)
Holanda	37	80-85
Suiza	37	>80 (LPP 100)
Alemania	41	55-60
Australia	30	100
Dinamarca	28	60-65 (APT 100)
Francia	45	<10 (ARRCO, AGIRC 100)
España	90	<20
Irlanda	24	50
Bélgica	54	30-35
Grecia	61	<10 (TEAM 100)
Luxemburgo	82	<10
Portugal	76	<10
Italia	75	<10
Chile	71	<10

Fuente: Inverco-Towers Perrin (1995).

ha llevado a equiparar prácticamente a finales de 1995 el patrimonio de los fondos del sistema de empleo y a superar su importe en 1996 (cuadro núm. 4).

3. Aspectos básicos de los fondos y planes de pensiones

El objeto de este apartado no es otro que efectuar una breve reseña de los aspectos esenciales de los fondos y planes de pensiones, a fin de enmarcar adecuadamente el análisis subsidiante(7). La regulación básica aparece contenida en la Ley 8/1987, ya mencionada, desarrollada por el Reglamento aprobado por el Real Decreto 1.307/1988, de 30 de septiembre.

Los fondos de pensiones son patrimonios sin personalidad jurídica, creados con el objeto exclusivo de dar cumplimiento a los planes de pensiones. El 90% de su patrimonio deberá estar invertido en activos financieros contratados en mercados organizados reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular, en depósitos bancarios, en créditos con garantía hipotecaria y en inmuebles. Dentro de este porcentaje, las inversiones en depósitos bancarios no podrá superar el 15% del activo del fondo.

A su vez, los planes de pensiones definen el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen a percibir renta o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez, y las obligaciones de contribución a los mismos. Se constituyen voluntariamente y sus prestaciones no serán, en ningún caso, sustitutivas de las preceptivas en el régimen correspondiente de la Seguridad Social, teniendo, en consecuencia, carácter privado y complementario o no de aquéllas.

Los elementos personales de un plan de pensiones son los siguientes:

a) sujetos constituyentes: se consideran como tales el promotor del plan, cualquier entidad que inste a su creación o participe en su desenvolvimiento, y los partícipes, aquellas personas físicas en cuyo interés se crea el plan, con independencia de que realicen o no aportaciones.

b) beneficiarios: aquellas personas físicas con derecho a la percepción de prestaciones, hayan sido o no partícipes.

Los planes de pensiones admiten diversas modalidades:

1. En razón de los sujetos constituyentes:

1.a. Sistema de empleo: corresponde a los planes cuyo promotor es cualquier entidad, corporación, sociedad o empresa, y cuyos partícipes son sus empleados.

1.b. Sistema asociado: en este caso el promotor es cualquier asociación, sindicato, gremio o colectivo, siendo los partícipes sus asociados y miembros.

1.c. Sistema individual: se trata de planes cuyo promotor son una o varias entidades de carácter financiero y cuyos partícipes son cualesquiera personas físicas, a excepción de las que estén vinculadas a aquéllas por relación laboral y sus parientes, hasta el tercer grado inclusive.

2. En razón de las obligaciones estipuladas:

2.a. De prestación definida: se define como magnitud predeterminada o estimada la cuantía de todas las prestaciones a percibir por los beneficiarios.

2.b. De aportación definida: la magnitud predeterminada es la cuantía de las contribuciones de los promotores y, en su caso, de las aportaciones de los partícipes del plan. Las prestaciones se cuantificarán en el momento de producirse la contingencia, como resultado del proceso de capitalización desarrollado por el plan. Por otro lado, la garantía de interés mínimo es incompatible con la modalidad de aportación definida. En este tipo de planes, a diferencia del anterior, todo el riesgo es soportado por el partícipe.

2.c. Mixtos: su objeto es, simultáneamente, la cuantía de la prestación y la cuantía de la contribución.

Los planes de pensiones se rigen por los siguientes principios y características básicas:

— No discriminación a personas.

— Capitalización: instrumentación mediante sistemas financieros y actuariales de capitalización, por lo que las prestaciones se ajustarán estrictamente al cálculo derivado de tales sistemas.

— Irrevocabilidad de las aportaciones de los promotores.

— Atribución de derechos a los partícipes.

— Los derechos consolidados de los partícipes sólo se harán efectivos a los exclusivos efectos de su integración en otro plan de pensiones o, en su caso, cuando se produzca el hecho que da lugar a la prestación. Esto implica una situación de iliquidez total, excepto en los supuestos de jubilación, invalidez o fallecimiento(8).

— Integración obligatoria en un fondo de pensiones.

— Supervisión por la comisión de control del plan de pensiones, integrada por representantes del promotor, partícipes y beneficiarios.

— Limitación de aportaciones: tanto la Ley como el Reglamento establecían en su redacción inicial que, dentro de cada año natural, las aportaciones máximas de una persona física, incluyendo en su caso las imputadas por los promotores, no podían rebasar nunca la cantidad de 750.000 pesetas. La Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de

CUADRO NÚM. 2
COMPOSICIÓN DEL AHORRO FAMILIAR EN ESPAÑA

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>(Cifras en miles de millones de pesetas)</i>											
Efectivo y depósitos.....	23.004	25.940	28.658	32.338	36.060	38.909	40.526	43.376	45.505	49.274	51.000
Valores a corto plazo.....	1.165	1.128	994	2.214	2.489	2.201	1.925	1.363	1.208	1.605	1.200
Obligaciones.....	2.727	2.488	2.285	1.931	1.775	1.765	2.123	1.889	2.238	2.237	2.100
Acciones.....	5.071	7.323	7.577	8.114	7.734	6.702	5.970	7.252	7.482	7.532	7.600
Fondos de Inversión.....	335	406	647	727	980	3.367	5.545	8.952	9.895	10.650	16.700
Créditos.....	3.022	3.261	3.108	3.562	3.714	4.191	5.369	5.268	5.155	5.010	4.900
Reservas matemát. vida.....	299	490	1.036	1.083	1.428	1.834	2.268	2.753	4.015	4.847	5.438
Reservas matemát. jubilación.....	297	436	584	662	687	757	884	915	963	975	1.094
Reservas primas y siniestros.....	252	279	344	445	502	567	642	743	817	862	967
Fondos de pensiones internos.....	249	426	752	1.194	1.394	1.615	1.654	1.740	1.485	1.460	1.300
Fondos de pensiones.....	0	0	25	85	535	815	1.052	1.440	1.737	2.245	3.000
Otros.....	1.055	1.249	1.386	1.626	1.611	1.386	1.390	1.115	1.605	1.833	1.600
TOTAL.....	37.476	43.426	47.396	53.981	58.909	64.109	69.348	76.806	82.105	88.530	96.899
<i>Porcentajes sobre el total</i>											
Efectivo y depósitos.....	61,4	59,7	60,5	59,9	61,2	60,7	58,4	56,5	55,4	55,7	52,6
Valores a corto plazo.....	3,1	2,6	2,1	4,1	4,2	3,4	2,8	1,8	1,5	1,8	1,2
Obligaciones.....	7,3	5,7	4,8	3,6	3,0	2,8	3,1	2,5	2,7	2,5	2,2
Acciones.....	13,5	16,9	16,0	15,0	13,1	10,5	8,6	9,4	9,1	8,5	7,8
Fondos de Inversión.....	0,9	0,9	1,4	1,3	1,7	5,3	8,0	11,7	12,1	12,0	17,2
Créditos.....	8,1	7,5	6,6	6,6	6,3	6,5	7,7	6,9	6,3	5,7	5,1
Reservas matemát. vida.....	0,8	1,1	2,2	2,0	2,4	2,9	3,3	3,6	4,9	5,5	5,6
Reservas matemát. jubilación.....	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
Reservas primas y siniestros.....	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Fondos de pensiones internos.....	0,7	1,0	1,6	2,2	2,4	2,5	2,4	2,3	1,8	1,6	1,3
Fondos de pensiones.....	0,0	0,0	0,1	0,2	0,9	1,3	1,5	1,9	2,1	2,5	3,1
Otros.....	2,8	2,9	2,9	3,0	2,7	2,2	2,0	1,5	2,0	2,1	1,7
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de España, Inverco y elaboración propia.

los Seguros Privados, modificó la situación al elevar el límite de aportación a la cantidad de 1.000.000 de pesetas.

Por lo que se refiere específicamente a los planes de pensiones del sistema individual, de los que se ocupa este trabajo, los aspectos básicos son los siguientes:

— Consisten en la adscripción a título individual de una persona a un plan de ahorro a largo plazo.

— La prestación de jubilación se otorga bien de una sola vez o mediante el pago de una renta temporal o vitalicia, a elegir por el partícipe-beneficiario. También puede percibirse en forma de capital-renta, modelo mixto de los dos anteriores.

— Sólo pueden ser de aportación definida; por lo tanto, la variable predeterminada es la

cuantía de las aportaciones de los partícipes del plan.

— La prestación a recibir por el beneficiario se determina en el momento de producirse la contingencia, como resultado del proceso de capitalización.

— Se instrumentan únicamente mediante sistemas de capitalización individual.

— No se garantiza un interés mínimo en el proceso de capitalización.

4. El régimen fiscal de los fondos y planes de pensiones

Los aspectos esenciales de la fiscalidad de los fondos de pensiones son los que se detallan a continuación:

CUADRO NÚM. 3
VOLUMEN TOTAL DE ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN
PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO

Países	1970	1975	1980	1985	1990
Reino Unido	17	15	23	47	55
Estados Unidos.....	17	20	24	37	43
Alemania.....	2	2	2	3	3
Japón.....	0	1	2	4	5
Canadá.....	13	13	17	23	28
Holanda.....	29	36	46	68	77
Suecia.....	22	29	30	29	28
Suiza.....	38	41	51	59	69
Dinamarca.....	5	5	7	12	15
Australia.....	10	8	9	14	19

Fuente: Sanz (1996). (N.B.: En España, en 1990 el porcentaje era el 1,07 y en 1996, el 4,07).

CUADRO NÚM. 4
EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA
Patrimonio (miles de millones de pesetas)

	Total	De empleo	Asociados	Individuales	Nº partícipes
1988.....	25	-	-	-	-
1989.....	85	-	-	-	317.777
1990.....	535	-	-	-	627.958
1991.....	815	505	20	290	842.301
1992.....	1.052	639	27	386	1.017.771
1993.....	1.439	752	50	637	1.276.382
1994.....	1.737	885	57	795	1.526.790
1995.....	2.245	1.144	74	1.027	1.796.084
1996.....	3.000	-	-	-	2.200.000

Fuente: Banco de España, Inverco y elaboración propia.

a) Impuesto sobre el Valor Añadido: están exentos los servicios de gestión de los fondos de pensiones prestados por las entidades gestoras y entidades depositarias de los mismos.

b) Impuesto de Sociedades: los fondos de pensiones están sujetos al Impuesto de Sociedades a un tipo de gravamen cero, por lo que tienen derecho a la devolución de las retenciones que se les practiquen sobre los rendimientos del capital mobiliario.

c) Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados: está establecida una exención para la constitución, disolución y aumentos y disminuciones de los fondos de pensiones.

Por lo que se refiere a los planes de pensiones, no son sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades y sus rentas quedan excluidas del régimen de imputación de rendimientos. Los

CUADRO NÚM. 5
TARIFA INDIVIDUAL DEL IRPF
Ejercicio 1997

Base liquidable (pesetas)	Tipo aplicable (Porcentaje)	Cuota íntegra límite tramo	Tipo medio (Porcentaje)
1 442.000	0,00	0	0
442.001 11.360.000	20,00	138.800	12,22
1.136.001 2.305.000	23,00	407.670	17,69
2.305.001 3.474.000	28,00	734.990	21,16
3.474.001 4.643.000	32,00	1.109.070	23,89
4.643.001 5.812.000	36,00	1.529.910	26,32
5.812.001 6.981.000	40,00	1.997.510	28,61
6.981.001 8.150.000	45,00	2.523.560	30,96
8.150.001 9.319.000	49,00	3.096.370	33,23
9.319.001 10.488.000	53,00	3.715.940	35,43
10.488.001 En adelante	56,00		

aspectos fundamentales desde la perspectiva de los distintos elementos personales son:

a) Promotores: deducibilidad en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) o del Impuesto de Sociedades de las contribuciones, condicionada a la imputación de éstas a cada partícipe.

b) Partícipes: de un lado, tienen la obligación de integrar en la base imponible del IRPF las contribuciones deducibles por los promotores y, por otro, pueden deducir de la misma sus aportaciones personales, incluidas, en su caso, las contribuciones del promotor que les hayan sido imputadas en concepto de rendimientos del trabajo dependiente. Como límite máximo de dicha deducción se aplicará la menor de las dos cantidades siguientes: el 15% de la suma de rendimientos netos del trabajo, empresariales y profesionales o artísticos o 1.000.000 de pesetas(9). Por otro lado, los derechos consolidados de los partícipes de los planes de pensiones gozan de una exención en el Impuesto sobre el Patrimonio Neto.

c) Beneficiarios: deben integrar las prestaciones recibidas en la base imponible del IRPF en concepto de rendimientos del trabajo dependiente, si bien existen unas normas particulares de integración: si se trata de una percepción única en forma de capital, el tratamiento será de renta irregular, a cuya parte no anualizada, consecuentemente, se aplicará el mayor de los siguientes tipos de gravamen: el tipo medio de la escala correspondiente al 50% de la base liquidable irregular constituida por rendimientos o el tipo medio de la base liquidable regular. Si se trata de una renta temporal o

CUADRO NÚM. 6
RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES POR NIVELES DE RENTA Y EDAD

	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55
2.000.000	5,17	5,20	5,24	5,28	5,31	5,35	5,39	5,42	5,46	5,50	5,54	5,58	5,63	5,68	5,72	5,77	5,84	5,92	5,98	6,06	6,16	6,28	6,42	6,55	6,67	6,72
3.000.000	4,95	4,97	5,01	5,05	5,09	5,15	5,21	5,27	5,34	5,41	5,48	5,55	5,63	5,71	5,78	5,87	5,96	6,05	6,16	6,28	6,40	6,55	6,73	6,91	7,08	7,18
4.000.000	4,88	4,89	4,91	4,93	4,96	4,99	5,03	5,08	5,14	5,21	5,29	5,39	5,49	5,60	5,71	5,83	5,95	6,10	6,22	6,38	6,54	6,72	6,93	7,15	7,38	7,50
5.000.000	4,85	4,86	4,86	4,87	4,89	4,91	4,93	4,96	5,00	5,05	5,11	5,19	5,28	5,38	5,51	5,65	5,81	5,96	6,14	6,32	6,53	6,73	6,97	7,23	7,49	7,62
6.000.000	4,94	4,94	4,94	4,95	4,96	4,97	4,99	5,02	5,05	5,09	5,13	5,19	5,27	5,36	5,47	5,60	5,76	5,95	6,16	6,38	6,63	6,88	7,17	7,49	7,84	8,23
7.000.000	5,13	5,13	5,14	5,15	5,16	5,17	5,20	5,22	5,26	5,30	5,35	5,41	5,48	5,57	5,68	5,81	5,97	6,16	6,39	6,65	6,93	7,24	7,58	7,96	8,38	8,85
8.000.000	5,53	5,54	5,56	5,59	5,61	5,65	5,68	5,73	5,78	5,84	5,91	6,00	6,09	6,21	6,35	6,51	6,70	6,92	7,20	7,49	7,82	8,19	8,59	9,04	9,54	10,11
9.000.000	5,82	5,84	5,87	5,91	5,94	5,99	6,04	6,09	6,16	6,23	6,32	6,42	6,54	6,67	6,83	7,01	7,22	7,48	7,77	8,10	8,47	8,87	9,31	9,81	10,37	11,01
10.000.000	6,11	6,15	6,19	6,23	6,28	6,33	6,39	6,46	6,54	6,63	6,73	6,85	6,98	7,14	7,31	7,52	7,75	8,03	8,36	8,71	9,11	9,56	10,04	10,59	11,21	11,91
11.000.000	6,37	6,41	6,46	6,51	6,57	6,64	6,71	6,79	6,88	6,98	7,10	7,23	7,38	7,54	7,74	7,96	8,22	8,52	8,86	9,25	9,68	10,15	10,67	11,26	11,93	12,69
12.000.000	6,51	6,56	6,61	6,67	6,73	6,80	6,88	6,96	7,06	7,17	7,29	7,43	7,58	7,76	7,96	8,20	8,46	8,77	9,14	9,53	9,98	10,47	11,01	11,62	12,31	13,10

CUADRO NÚM. 7
ASPECTOS BÁSICOS DE LA FISCALIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES Y FONDOS DE INVERSIÓN

IMPUESTO	PLANES DE PENSIONES	FONDOS DE INVERSIÓN
Impuesto Sociedades (gravamen de fondos)	Tipo 0%	Tipo 1%
Impuesto Patrimonio	Exención	Gravamen
IRPF: Aportaciones	Reducción en base imponible	No reducción
IRPF: Prestaciones/reembolsos	Prestación única: Gravamen como renta irregular: Prestación anualizada: tipo marginal Resto, mayor de los siguientes tipos: tipo medio base liquidable regular o tipo medio s/50% base liquidable irregular rdtos.	20 % s/(reembolso menos precio de adquisición corregido según coeficientes de actualización monetaria)

vitalicia, el tratamiento será de rendimiento del trabajo. Si la percepción es en forma de capital-renta, se dará el tratamiento correspondiente a cada prestación.

Como se desprende de lo expuesto, el régimen establecido consiste en un sistema de tributación diferida de las aportaciones de los partícipes. De ahí que el IRPF correspondiente a las aportaciones no se evite de forma permanente, sino que se difiere hasta el momento de la percepción de las prestaciones, en el que se supone que los tipos marginales del partícipe serán inferiores a los que afronta durante su vida laboral activa. Pero aun en el caso de que tributara al mismo tipo, y siempre que la acumulación de rentas no representara ninguna penalización, existe de entrada una ventaja evidente, en la medida que todo aplazamiento de un impuesto equivale, como es bien sabido, a la obtención de un préstamo sin interés por parte de la administración tributaria. Por otro lado, los planes de pensiones permiten ir acu-

mulando un rendimiento que no sufre merma inicial al estar exentos los fondos de pensiones del impuesto de sociedades. Sí habría que apuntar el problema derivado del gravamen de los rendimientos nominales en el momento de la percepción, problema compartido por el conjunto de los rendimientos del capital mobiliario.

En definitiva, el mecanismo de deducción-tributación diferida de los planes de pensiones resulta similar al tratamiento del ahorro en un impuesto sobre el gasto, con la diferencia de que el gravamen ulterior va aparejado no al consumo sino a la percepción del rendimiento. La singularidad del tratamiento fiscal de los planes de pensiones radica en que en ningún otro instrumento de ahorro la aportación goza de la consideración de gasto fiscalmente deducible. Este rasgo diferenciador no debe pasar, pues, desapercibido al contemplar la posibilidad de introducir reformas en su regulación.

5. Análisis de la rentabilidad financiero-fiscal de los planes de pensiones

Este apartado tiene como objeto llevar a cabo un análisis de la rentabilidad financiero-fiscal de los planes de pensiones del sistema individual. Dada la enorme casuística a la que se presta un análisis de este tipo, ante la gran variedad de situaciones que pueden contemplarse y las numerosas variables a tomar en consideración, resulta imprescindible acotar inicialmente el marco de análisis. A tal fin se establece una serie de supuestos que se estima pueden ser suficientemente ilustrativos, en los términos expuestos a continuación:

CUADRO NÚM. 8
RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN POR NIVELES DE RENTA Y EDAD

	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55
2.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
3.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
4.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
5.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
6.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
7.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
8.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
9.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
10.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
11.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82
12.000.000	5,32	5,31	5,30	5,29	5,28	5,27	5,26	5,25	5,23	5,22	5,21	5,19	5,18	5,16	5,15	5,13	5,11	5,09	5,07	5,04	5,01	4,98	4,95	4,91	4,87	4,82

CUADRO NÚM. 9
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD. PLANES DE PENSIONES RESPECTO A FONDOS DE INVERSIÓN (Puntos porcentuales)

	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55
2.000.000	-0,15	-0,11	-0,06	-0,01	0,03	0,08	0,13	0,18	0,23	0,28	0,33	0,38	0,45	0,52	0,58	0,65	0,73	0,83	0,91	1,02	1,14	1,30	1,47	1,64	1,80	1,91
3.000.000	-0,37	-0,34	-0,29	-0,25	-0,19	-0,12	-0,05	0,02	0,11	0,18	0,27	0,36	0,45	0,55	0,64	0,74	0,85	0,96	1,10	1,24	1,39	1,57	1,78	2,00	2,22	2,36
4.000.000	-0,44	-0,42	-0,39	-0,36	-0,32	-0,28	-0,23	-0,17	-0,09	-0,01	0,09	0,20	0,31	0,44	0,56	0,70	0,84	1,01	1,16	1,34	1,52	1,74	1,98	2,24	2,51	2,68
5.000.000	-0,47	-0,45	-0,44	-0,42	-0,39	-0,36	-0,33	-0,28	-0,23	-0,17	-0,09	-0,01	0,10	0,22	0,37	0,52	0,70	0,88	1,08	1,28	1,51	1,75	2,02	2,32	2,63	2,81
6.000.000	-0,38	-0,37	-0,36	-0,34	-0,32	-0,30	-0,27	-0,23	-0,19	-0,14	-0,07	0,00	0,09	0,19	0,32	0,47	0,65	0,86	1,09	1,34	1,61	1,90	2,22	2,58	2,97	3,41
7.000.000	-0,19	-0,18	-0,16	-0,14	-0,12	-0,10	-0,06	-0,02	0,02	0,07	0,14	0,21	0,30	0,41	0,53	0,68	0,86	1,07	1,33	1,61	1,92	2,26	2,63	3,05	3,51	4,03
8.000.000	0,21	0,23	0,26	0,30	0,33	0,38	0,43	0,48	0,55	0,62	0,70	0,80	0,91	1,05	1,20	1,38	1,59	1,84	2,13	2,45	2,81	3,21	3,64	4,13	4,67	5,29
9.000.000	0,50	0,53	0,57	0,62	0,66	0,72	0,78	0,85	0,92	1,01	1,11	1,23	1,36	1,51	1,68	1,88	2,11	2,39	2,71	3,06	3,45	3,89	4,36	4,90	5,51	6,19
10.000.000	0,79	0,84	0,89	0,94	1,00	1,06	1,14	1,22	1,31	1,41	1,53	1,66	1,80	1,97	2,17	2,39	2,64	2,94	3,29	3,67	4,10	4,58	5,09	5,68	6,34	7,09
11.000.000	1,05	1,10	1,16	1,22	1,29	1,37	1,45	1,54	1,65	1,76	1,89	2,03	2,20	2,38	2,59	2,83	3,11	3,43	3,80	4,21	4,66	5,17	5,72	6,35	7,06	7,87
12.000.000	1,19	1,25	1,31	1,38	1,45	1,53	1,62	1,72	1,82	1,95	2,08	2,23	2,40	2,60	2,82	3,07	3,35	3,69	4,07	4,49	4,96	5,49	6,06	6,71	7,45	8,29

a) Tipos de rendimientos considerados: únicamente rendimientos del trabajo dependiente.

b) Niveles de renta: se consideran once niveles de renta, desde 2 a 12 millones (en pesetas de 1997).

c) Evolución de la renta: se supone que las rentas mantienen su poder adquisitivo constante en todo el período, al crecer al mismo ritmo que el índice de precios al consumo.

d) Evolución de la inflación: se supone que el IPC crece a una tasa anual constante del 2,5%.

e) Escala de gravamen del IRPF: se toma como referencia la tarifa individual del ejercicio 1997 (estatal y autonómica) (cuadro núm. 5). Pese a las medidas anunciadas que apuntan a una posible rebaja de tipos, se considera que éstos se mantienen constantes a lo largo del todo el período de análisis. Se supone, asimismo, que la escala de gravamen se ajusta todos

los años a la inflación. En el momento de recibir la prestación, se considera que el beneficiario sólo percibe adicionalmente la pensión pública, que se supone equivale al 75% del rendimiento del trabajo en el último año de vida laboral (con un límite máximo de 3.978.772 pesetas de 1997, tope de las pensiones públicas en este año, que, tras la minoración de los gastos deducibles estándares, se convierte en 3.779.833).

f) Prestación: íntegramente en forma de capital.

g) Edad del partícipe: de 30 a 55 años, cumplidos el día 31 de diciembre de 1996, con lo que alcanza la edad de 65 años entre los años 2031 y 2006, respectivamente.

h) Edad de jubilación: 65 años.

i) Rentabilidad financiera del plan: 6%.

j) Aportaciones anuales: la cantidad máxi-

ma permitida para cada partícipe, efectuada el 30 de junio de cada año. Se supone que el límite absoluto (actualmente 1.000.000 de pesetas) se actualiza anualmente en función de la inflación.

A partir de los anteriores supuestos se ha efectuado el cálculo de la tasa interna de rendimiento para las distintas situaciones contempladas. Dicha tasa equivale al tipo de interés que iguala, en términos de valor presente, la corriente de aportaciones netas de impuesto con la prestación recibida, también neta de impuesto. Los resultados obtenidos aparecen en el cuadro núm. 6 y en los gráficos núm. 1, 2 y 3. De los mismos se desprenden las siguientes observaciones:

— En los primeros estratos de renta la rentabilidad disminuye con el nivel de ingresos, para luego aumentar claramente con el mismo, a partir de los 6 millones de pesetas. La rentabilidad es mayor cuanto mayor es la edad del partícipe, siendo especialmente acusado el aumento al pasar de 45 a 50 y de 50 a 55 años. Hasta los 46 años, la rentabilidad mínima se alcanza en los niveles de renta de 5, principalmente, ó 6 millones. A partir de los 47 años, el mínimo corresponde siempre al primer escalón (2 millones). A su vez, la rentabilidad máxima se alcanza siempre en el mayor nivel de renta considerado. A tenor de la estructura progresiva de la escala de gravamen, las aportaciones a un plan de pensiones permiten a los partícipes un ahorro fiscal que, para las rentas consideradas, va desde el 23% al 56% del valor de dichas aportaciones.

— Para todos los niveles de renta, la rentabilidad aumenta de manera sostenida con la edad, moviéndose entre el 5,17% (30 años) y el 6,72% (55 años) para una renta de 2 millones, entre el 4,94% y el 8,23%, para una renta de 6 millones, y entre el 6,51% y el 13,10%, para una renta de 12 millones(10).

6. Comparación con las participaciones en fondos de inversión mobiliaria

Como ya se ha indicado anteriormente, los fondos de inversión mobiliaria se han convertido en el principal instrumento para la colocación del ahorro a largo plazo en España. El interés de los ahorradores por este instrumento viene siendo mayor a raíz de la modifi-

cación del tratamiento fiscal de las plusvalías en el IRPF llevada a cabo en junio de 1996(11). Aunque desaparece la posibilidad de exoneración total de las plusvalías de activos adquiridos a partir de dicha fecha tras completar un determinado período de tenencia, el hecho de que las desinversiones, una vez aplicados los coeficientes de corrección monetaria, queden sujetas a un tipo fijo del 20% representa una indudable ventaja. De ahí la conveniencia de realizar una comparación de la rentabilidad que distintos contribuyentes pueden obtener de planes de pensiones y de participaciones en fondos de inversión mobiliaria(12). Los principales aspectos diferenciadores en el tratamiento fiscal de ambos activos financieros son las que aparecen en el cuadro núm. 7.

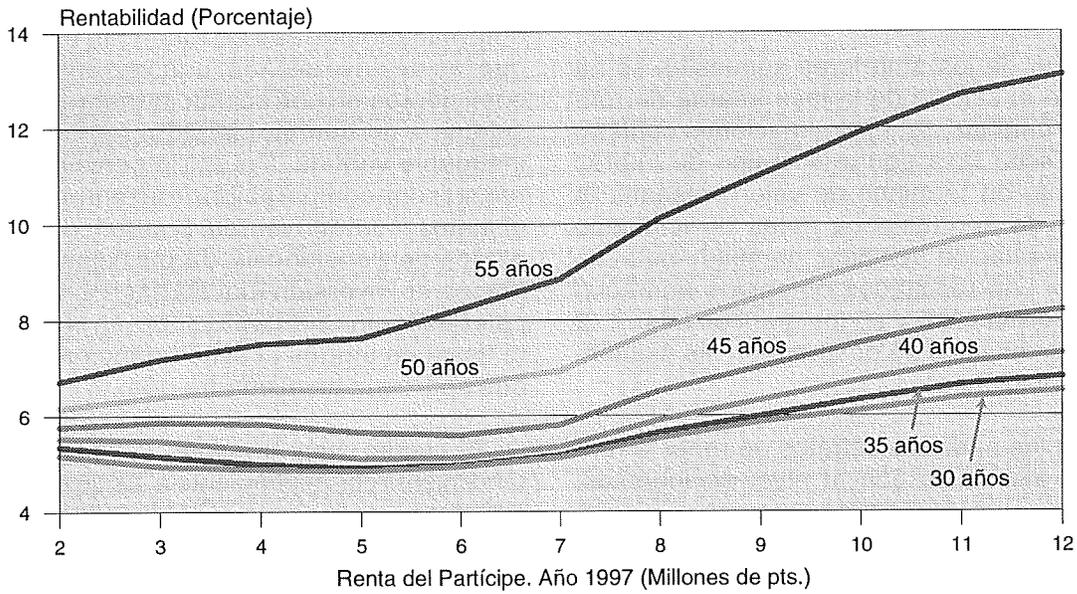
El cuadro núm. 8 recoge la tasa interna de rendimiento correspondiente a las distintas situaciones analizadas para el caso de los planes de pensiones, con las mismas cantidades invertidas y en las mismas condiciones. Dado el gravamen proporcional de los reembolsos de participaciones de fondos de inversión, la rentabilidad se mantiene constante para cualquier nivel de renta. Sólo la edad del partícipe, y consiguientemente el período de acumulación de rendimientos, introduce, en nuestro análisis, variaciones. La rentabilidad va disminuyendo con la edad del contribuyente, desde el 5,32% (30 años) al 4,82% (55 años) (gráficos núms. 4, 5 y 6).

El cuadro núm. 9 y los gráficos núms. 7, 8 y 9 permiten confrontar la rentabilidad de los planes de pensiones y de los fondos de inversión(13). Para individuos de 30 a 33 años, el fondo de inversión supera la rentabilidad del plan de pensiones hasta una renta de 7 millones, con unas diferencias siempre inferiores al medio punto porcentual. De 34 a 41 años, los niveles de ingresos donde se da dicha situación se van restringiendo. A partir de los 42 años de edad, el plan de pensiones supera al fondo de la inversión en todos los niveles de renta, con una diferencia que se va ampliando con la renta y la edad. En los supuestos de mayores renta y edad, el rendimiento del plan de pensiones llega a más que duplicar el del fondo de inversión.

7. Conclusiones

Este trabajo se centra en el estudio del papel y de las características de los planes de

**GRÁFICO NÚM. 1
RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES POR NIVELES DE RENTA**



**GRÁFICO NÚM. 2
RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES POR EDADES
(A 31 de diciembre de 1996)**

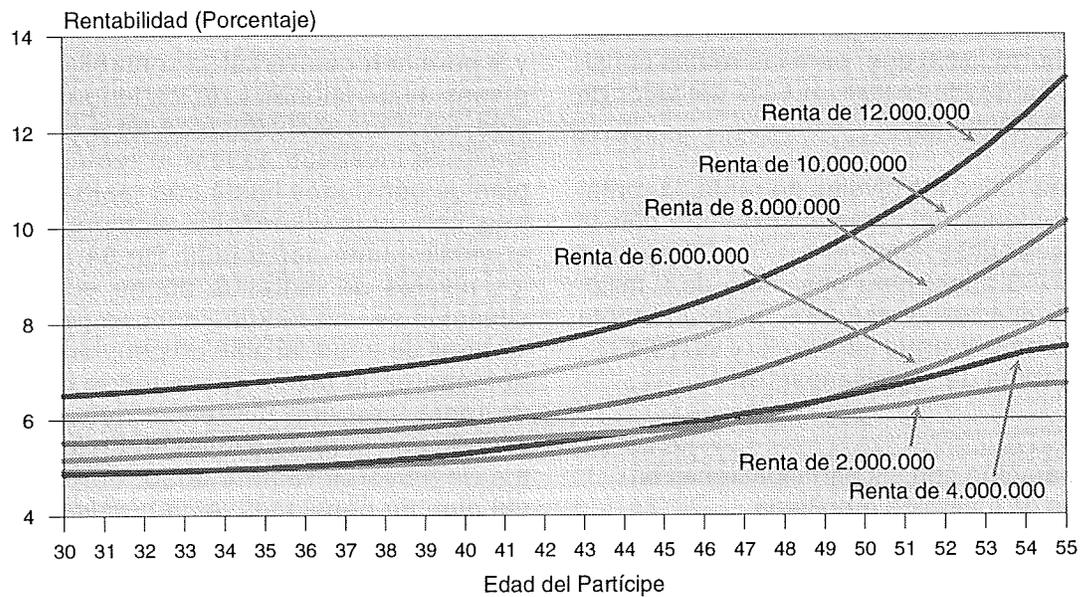


GRÁFICO NÚM. 3
RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES POR NIVELES DE LA RENTA Y LA EDAD

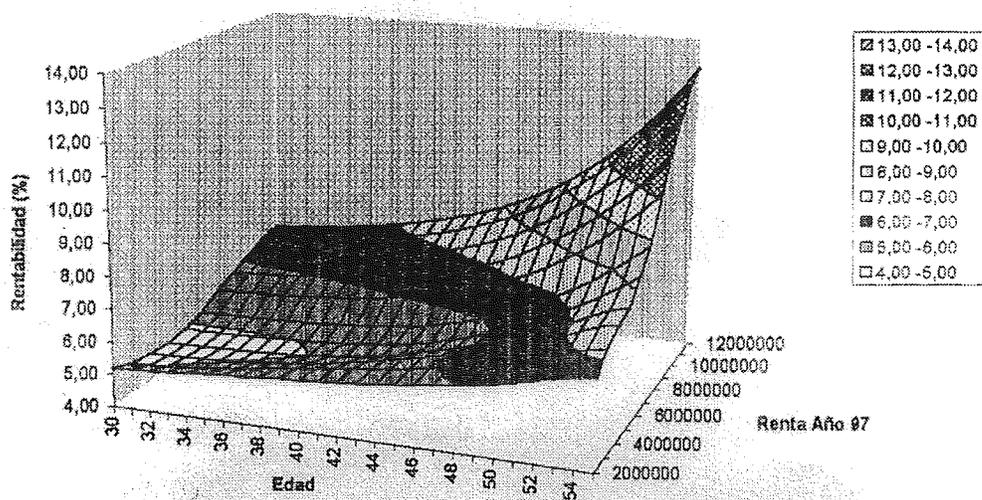


GRÁFICO NÚM. 4
RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN POR NIVELES DE RENTA

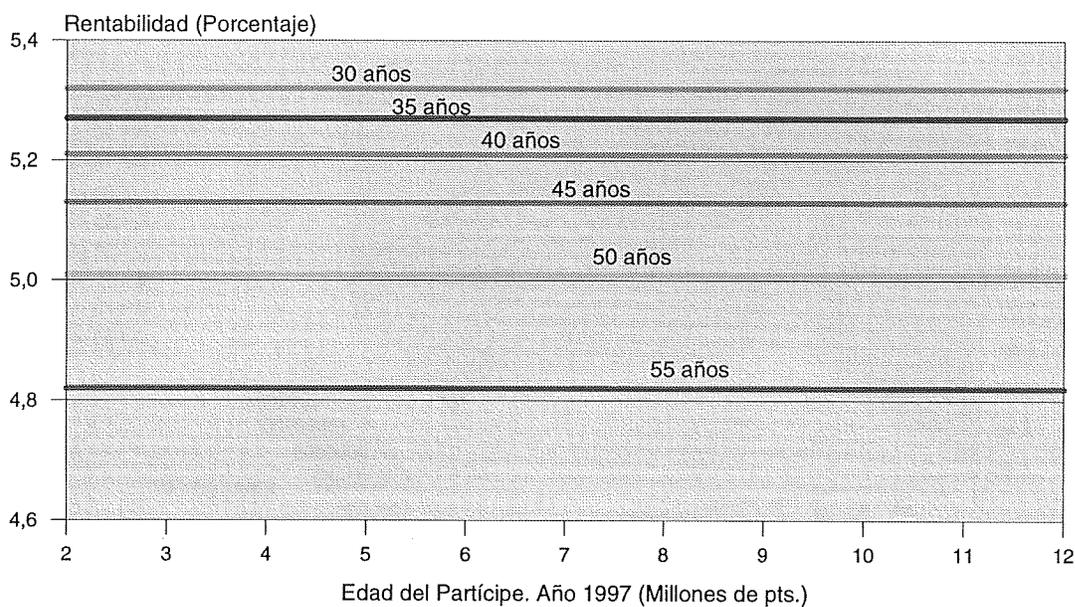


GRÁFICO NÚM. 5
RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN POR EDADES
(A 31 de diciembre de 1996)

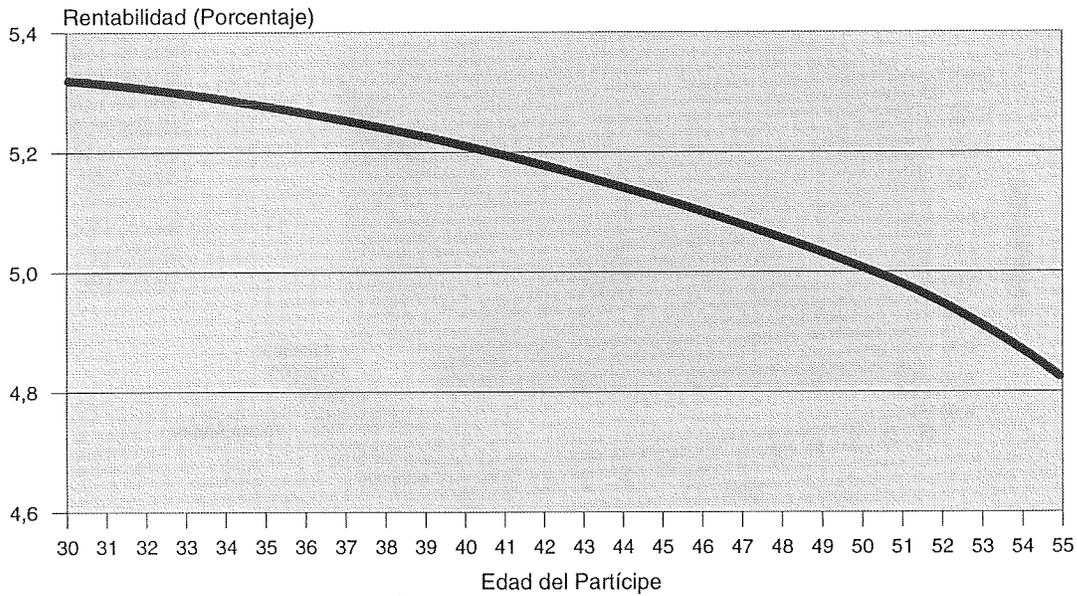


GRÁFICO NÚM. 6
RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN POR NIVELES DE LA RENTA Y LA EDAD

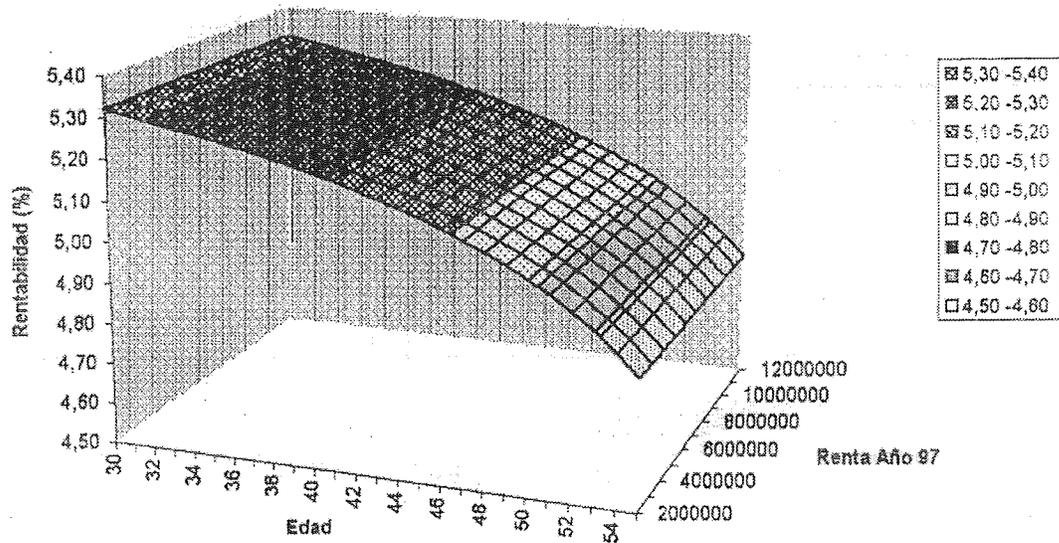


GRÁFICO NÚM. 7
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES RESPECTO A LOS
FONDOS DE INVERSIÓN, POR NIVELES DE RENTA (Puntos porcentuales)

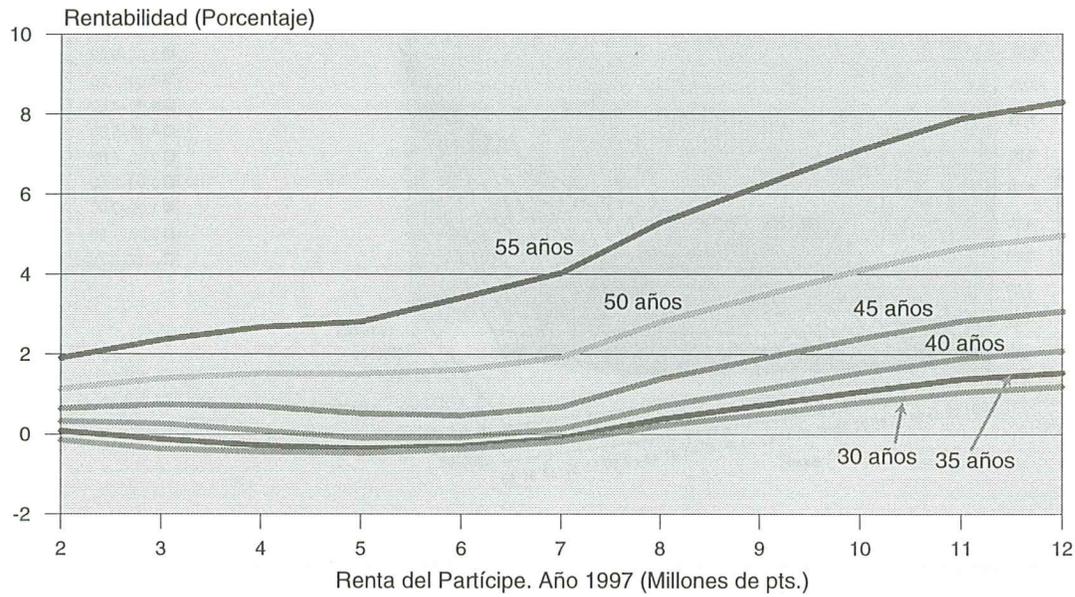


GRÁFICO NÚM. 8
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES RESPECTO A LOS
FONDOS DE INVERSIÓN, POR EDADES (Puntos porcentuales)

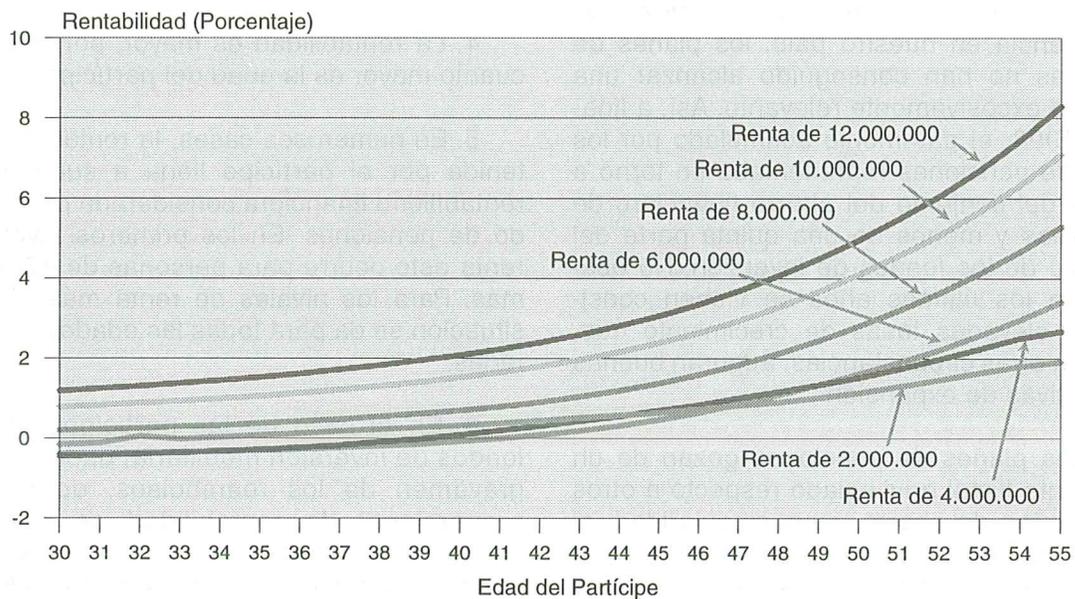
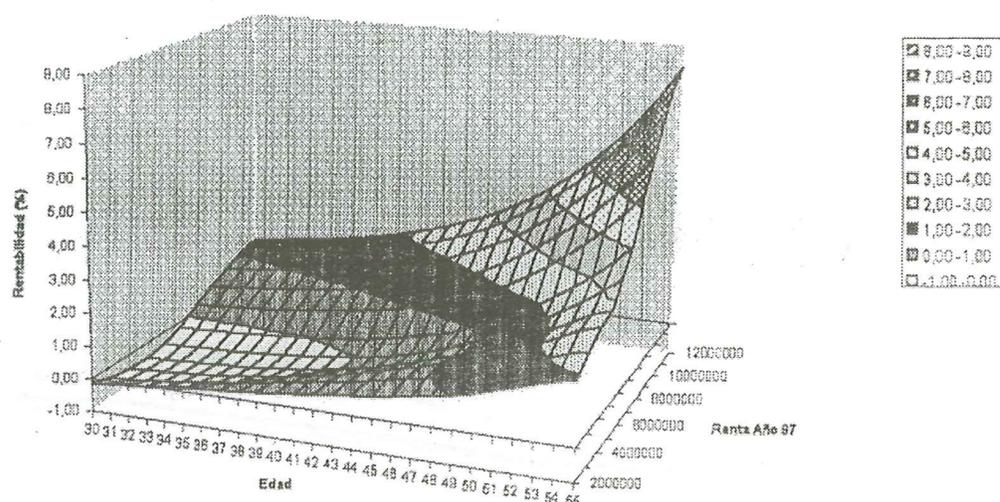


GRÁFICO NÚM. 9
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES RESPECTO A LOS
FONDOS DE INVERSIÓN POR NIVELES DE LA RENTA Y LA EDAD



pensiones, con especial consideración de su rentabilidad financiero-fiscal según distintos escenarios y variables. Del análisis efectuado, y sin perder de vista los supuestos realizados a fin de acotar la enorme casuística que puede presentarse, pueden extraerse las siguientes conclusiones:

1. A lo largo de sus prácticamente diez años de existencia en nuestro país, los planes de pensiones no han conseguido alcanzar una magnitud excesivamente relevante. Así, a finales de 1996, el patrimonio acumulado por los fondos de pensiones representaba en torno a un 30% del conjunto del ahorro financiero de las familias y menos de una quinta parte del montante de los fondos de inversión. No obstante, en los últimos años se vienen consiguiendo elevadas tasas de crecimiento que, junto con otras circunstancias, auguran buenas perspectivas de expansión.

2. Los planes de pensiones gozan de un tratamiento fiscal privilegiado respecto a otros instrumentos de ahorro, cuya singularidad, al margen de otros aspectos, radica en que las aportaciones de los partícipes, dentro de unos límites establecidos, son deducibles en el IRPF. Esta característica desempeña un papel fundamental de cara a la obtención de elevadas ta-

sas de rentabilidad, inalcanzables para otros tipos de activos financieros.

3. La rentabilidad de los planes de pensiones ofrece un perfil descendente al aumentar los ingresos en los primeros niveles de renta, pero aumenta sostenidamente con ésta a partir de los 6 millones de ingresos.

4. La rentabilidad es mayor, por otro lado, cuanto mayor es la edad del partícipe.

5. En numerosos casos, la rentabilidad obtenida por el partícipe llega a superar a la rentabilidad financiera considerada para el fondo de pensiones. En los primeros niveles de renta esto ocurre para personas de 47 años y más. Para los niveles de renta más altos, la situación se da para todas las edades consideradas.

6. En el caso de las participaciones en fondos de inversión mobiliaria, dado el actual gravamen de los reembolsos, de carácter proporcional, la rentabilidad se mantiene constante con el nivel de renta. Respecto a la edad, el rendimiento va disminuyendo con ésta. La rentabilidad se sitúa siempre por debajo del rendimiento financiero considerado para el fondo.

7. Para individuos de 30 a 41 años, el fondo de inversión supera al plan de pensiones en rentabilidad para algunos niveles de renta (siempre inferiores a 8 millones de pesetas). A partir de 42 años, el plan de pensiones supera al fondo de inversión en todos los niveles de renta.

8. El hecho de que el plan de pensiones permita, con carácter general, una mayor rentabilidad que los fondos de inversión, uno de los instrumentos de ahorro más favorables en la actualidad, no puede pasar desapercibido al abordar su reforma y puede justificar, como contrapartida, el mantenimiento de ciertas restricciones de liquidez.

9. Por otro lado, resulta paradójico que un instrumento como los planes de pensiones tienda a penalizar las colocaciones de mayor plazo de tiempo frente a las de menor duración, debido al mecanismo establecido para el gravamen de las rentas irregulares en el caso de las prestaciones únicas. Sí parece existir justificación, a la vista de los resultados obtenidos, para buscar una alternativa de tributación que corrija dicha discriminación. De igual manera, el referido sistema de gravamen de las prestaciones origina que el rendimiento obtenido sea mayor si, en lugar de efectuar aportaciones por el límite permitido, aquéllas se sitúan en una cuantía inferior.

(6) Un análisis de la importancia relativa de los planes de pensiones en diferentes países puede verse en Montllor y Tarrazón (1996).

(7) Una visión panorámica de los planes de pensiones puede encontrarse, entre otros, en Analistas Financieros Internacionales (1994) y Ernst & Young (1991).

(8) La iliquidez es uno de los aspectos sobre los que se centran algunas propuestas de reforma. No obstante, no faltan justificaciones de dicha característica, debido a que se trata de un ahorro finalista y al hecho de que la misma va unida a un tratamiento privilegiado frente a otros instrumentos de ahorro y previsión social. Vid. Miracle (1996).

(9) Inicialmente, dicha cantidad se estableció en 500.000 pesetas; posteriormente se elevó a 750.000 y, desde 1996, está situada en 1.000.000. Por otro lado, anteriormente el exceso de la aportación no deducible daba derecho a deducir en la cuota el 15% de su importe.

(10) Si no se aplica el límite absoluto de la pensión pública y se considera que el nivel de ingresos en la jubilación es el 75% de los ingresos de la etapa activa, la rentabilidad para un partícipe con renta de 12 millones va desde el 6,57% al 11,81%. En el supuesto más extremo, y menos realista, de mantenimiento de los mismos tipos impositivos marginales tras la jubilación, la rentabilidad, para el mismo caso, iría del 6,48% al 11,49%. Por otro lado, si en lugar de considerar que en cada ejercicio se efectúa la aportación máxima al plan de pensiones, aquélla se fija en la cantidad de 100.000 pesetas en 1997, actualizables año a año con la inflación, la rentabilidad para un partícipe de 2 millones de ingresos pasa del 5,17% al 5,99% (30 años) y del 6,72% al 6,90% (55 años). Para un nivel de renta de 12 millones, del 6,51% al 8,22% (30 años) y del 13,10% al 13,62% (55 años).

(11) En relación con la discriminación de los productos financieros que generan rendimientos de capital mobiliario frente a los que generan ganancias de capital, vid. Castellano (1997, págs. 232 y sigs.) y Valle (1997, pág. 250).

(12) Una comparación de la rentabilidad de los distintos activos financieros puede verse en: Castellano (1997), García-Vaquero (1995) y González-Páramo (1995).

(13) No se tiene en cuenta el efecto diferencial de la exención de los derechos consolidados de los planes de pensiones en el Impuesto sobre el Patrimonio Neto.

NOTAS

(1) Vid. al respecto López García (1996), Redecillas (1996) y Herce (1996).

(2) En este sentido, el Pacto de Toledo contiene una serie de recomendaciones orientadas a "garantizar en el futuro un sistema público de pensiones, justo, equilibrado y solidario, de acuerdo con los principios contenidos en el artículo 41 de la Constitución española". Vid. Congreso de los Diputados (1995, pág. 104).

(3) Un análisis de los distintos niveles de provisión desde el punto de vista de la teoría de la Hacienda Pública puede verse en Albiñana (1996).

(4) Vid. Sanz (1996, pág. 63), donde se señalan también diversas restricciones existentes en España limitativas del desarrollo de los planes de pensiones.

(5) Vid. Inverco (1996, pág. 5).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Albiñana García-Quintana, C. (1996), "Prólogo" a Editorial Tecnos (1996).

Analistas Financieros Internacionales (1994), "Guía del sistema financiero español", CECA, Madrid.

Banco de España (1996), "Cuentas financieras de la economía española (1986-1995)", Madrid.

Castellano Real, F. (1997), "La fiscalidad del ahorro: una asignatura pendiente", *Papeles de Economía Española*, núm. 70, págs. 227-238.

Congreso de los Diputados (1995), "Informe de la Ponencia para

- el análisis de los problemas estructurales del Sistema de la Seguridad Social y de las reformas que deberán acometerse", reproducido en *Perspectivas del Sistema Financiero*, "Pensiones: sistemas públicos y previsión privada", núm. 56, 1996, págs. 93-106.
- Durán Heras, A. y López García, M. A. (1996), "Tres análisis sobre la Seguridad Social en España: un comentario", *Papeles de Economía Española*, núm. 69, págs. 39-51.
- Editorial Tecnos (1996), "Planes y Fondos de Pensiones e Instituciones de Previsión Social", 38 ed., Madrid.
- Ernst & Young (1991), "Planes y fondos de pensiones", *Cinco Días*, Madrid.
- García-Vaquero, V. (1995), "La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros", *Boletín Económico*, Banco de España, marzo, págs. 47-60.
- González-Páramo, J. M. (1995), "Análisis comparado de la fiscalidad efectiva sobre los activos financieros en España", *Papeles de Economía Española*, núm. 65, págs. 212-223.
- Herce, J. A. (1996), "La reforma de las pensiones en España", *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 56, págs. 9-18.
- Inverco (1996), "Ahorro 2000. El ahorro familiar en España", Madrid.
- Inverco-Towers Perrin, T. (1995), "Análisis de los sistemas de pensiones", Inverco, Madrid.
- Miracle, J. (1996), "Insistencia en los inconvenientes de los planes de pensiones: liquidez y fiscalidad", *Diario Cinco Días*, 12 de septiembre, pág. 14.
- Montllor, J. y Tarrazón, M. A. (1996): "Planes de pensiones, ahorro y mercado de capitales", *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 56, págs. 34-52.
- Redecillas, A. (1996), "Reflexiones sobre demografía, pensiones públicas y fondos de pensiones", *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 56, págs. 19-33.
- Sanz Arnal, G. (1996), "Sistemas de previsión social complementaria", *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 56, págs. 53-65.
- Valle Sánchez, V. (1997), "Política de ahorro en España: reflexiones y sugerencias", *Papeles de Economía Española*, núm. 70, págs. 239-251.