

# PLANES, FONDOS DE PENSIONES, AHORRO E INVERSIÓN DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Joan MONTLLOR i SERRATS  
M.<sup>a</sup> Antonia TARRAZÓN RODÓN

## I. INTRODUCCIÓN

**E**l proceso de envejecimiento de la población de los países industrializados y la consiguiente crisis de la seguridad social pública, fundamentada en el sistema de reparto, dan lugar a que las pensiones privadas basadas en el sistema de capitalización tomen una importancia creciente, no sólo en aquellos países en los que la previsión privada de jubilación tiene una larga tradición sino en particular en aquellos otros países donde la seguridad social había venido siendo prácticamente la única fuente generadora de pensiones para la jubilación. Se produce, en consecuencia, un cambio de escenario en el ahorro y la inversión de las familias: parte de su ahorro pasa a colocarse en activos financieros tan específicos como son los planes de pensiones, y los fondos de pensiones se encargan de su inversión. El impacto es suficientemente importante no sólo para que se modifique la cartera de inversión de las familias, efecto más inmediato, sino para que se vea también afectado el funcionamiento del mercado financiero. España forma parte de los países en que tal cambio es potencialmente más considerable, debido a la poca tradición previa en pensiones privadas. Los efectos de planes y fondos de pensiones en el ahorro y la inversión de las familias, y en el mercado financiero español, aunque modestos en el momento actual, pueden razonablemente expandirse hasta apro-

ximarnos a la situación de los países con pensiones privadas desarrolladas. Este cambio no puede analizarse sin considerar a la vez la incidencia de la unión monetaria europea en el mercado financiero español.

El propósito de este trabajo consiste principalmente en dar respuesta a las tres siguientes cuestiones:

- ¿Qué tipos de planes de pensiones resultan más convenientes para el mercado español?
- ¿Cómo se explica la composición actual de las carteras de los fondos de pensiones españoles y qué tipo de evolución puede preverse para éstas?
- ¿Qué cambios en el ahorro y la inversión de las familias españolas origina la necesidad de pensiones privadas?

Para responder a estas preguntas, llevamos a cabo una revisión de la literatura teórica sobre la materia y un análisis de la situación internacional referido, principalmente, a los países con pensiones privadas desarrolladas que experimentan desde tiempo los efectos que a medio y largo plazo podrían producirse en España. Con ello se pretende, además, trazar un sucinto panorama teórico y empírico de planes y fondos de pensiones.

## II. PLANES DE PENSIONES

Los planes de pensiones presentan notables diferencias se-

gún sean de aportación definida o de prestación definida. Ante todo, hay que tener en cuenta que la modalidad de aportación o contribución definida abarca tanto a planes individuales como de empresa y asociaciones, mientras que la prestación definida sólo es aplicable a los planes promovidos en el marco de los sistemas de empleo y asociativo. Los planes de aportación definida persiguen construir, a partir de una serie de cuotas o aportaciones, un capital que, llegada la jubilación del beneficiario, permita satisfacerle una pensión de jubilación. El valor del capital en el horizonte de jubilación depende de la rentabilidad obtenida por la inversión de las cuotas aportadas. Considerados como activos financieros, los planes de pensiones de aportación o contribución definida resultan, en gran medida, equivalentes a las participaciones en fondos de inversión, aunque con la importante salvedad de incorporar como objetivo específico la buena administración de un ahorro a largo plazo que persigue generar una pensión de jubilación, previa construcción de un capital.

Los planes de prestación definida prometen a sus partícipes, trabajadores de una empresa, una pensión proporcional al salario de los años previos a la jubilación, de acuerdo con la fórmula que en cada plan se ha fijado. La empresa promotora adquiere el compromiso de mantener el plan dotado, es decir, que el valor de mercado del activo del plan se mantenga en equilibrio con respecto al valor actual de su pasivo, lo cual depende de las aportaciones de la empresa promotora, por una parte, y de los resultados de la gestión del fondo de pensiones, por otra. Si se produce una situación de infradotación —valor de mercado del activo inferior al valor actual del

pasivo—, en un período prudente, legalmente regulado, la empresa se ve obligada a realizar aportaciones extraordinarias. En caso de crearse una situación de supradotación —valor de mercado del activo superior al valor actual del pasivo—, la mayor parte de las legislaciones permiten que la empresa interrumpa sus aportaciones mientras perdure esta situación. Los planes de pensiones de prestación definida constituyen, pues, un activo financiero de características exclusivas, al ser la única inversión financiera que promete una rentabilidad proporcional a las rentas del trabajo. Como señalan Bodie, Marcus y Merton (1988), la prestación definida contribuye a crear un mercado financiero más completo. El tipo de cobertura que ofrece es similar a la ofrecida por la seguridad social, pero a partir de una inversión financiera privada, por lo que cabe decir que la condición que debe cumplirse para que los planes de prestación definida cubran una necesidad insatisfecha es la existencia de una demanda de pensiones de jubilación proporcional a las rentas del trabajo y complementaria de las prestaciones ofrecidas por la seguridad social. La existencia de una corporación aseguradora de carácter público —como, por ejemplo, la *Pension Benefit Guarantee Corporation* norteamericana— que garantice, siquiera parcialmente, los planes de prestación definida (1) es un punto fuerte a favor de esta modalidad.

En su nacimiento durante la segunda mitad del siglo xix, los planes de pensiones privados, promovidos principalmente por grandes empresas, se conciben como una prolongación del salario de los trabajadores en su etapa de jubilación y toman la forma de prestación definida. Aún actualmente, en los países con

arraigada tradición de pensiones privadas, continúa siendo mayoritaria la prestación definida, tanto en número de partícipes como por el volumen de los activos que administra (Bodie y Mitchell, 1996). En esa etapa histórica, cuando se desarrollan empresas industriales fuertes y el mercado de capitales es todavía débil, los planes de pensiones son internos, es decir, administrados por las propias empresas. Alemania (Ahrend, 1996) conserva en buena parte este sistema. La evolución posterior de los planes de pensiones ha venido determinada por los cambios experimentados en el mercado financiero, por una parte, y en el mercado de trabajo, por otra. De hecho, puede considerarse que el gran desarrollo del mercado financiero durante el siglo xx ha impulsado tanto la administración externa de los planes de pensiones, actualmente predominante con muy pocas excepciones, como los planes de contribución definida, cuya expansión se debe, en buena parte, a las ventajas de la inversión colectiva dirigida por gestores profesionales que caracteriza a los mercados de capitales de la segunda mitad del siglo xx. Prestación definida y contribución definida vienen compitiendo como formas alternativas de planes de pensiones, pues si la primera ofrece seguridad en un marco laboral estable, la segunda ofrece la promesa de capturar la prima por el riesgo del mercado de capitales, y elimina a la vez el riesgo del salario final. A partir de la segunda mitad de los años setenta, se observa un cambio en la tendencia de los planes de pensiones: la aportación definida gana cuota de mercado a la prestación definida (2). Olsen y Van Derhei (1997) observan que las pequeñas y medianas empresas tienden a cambiar la prestación definida por la contribución defi-

nida, mientras las grandes empresas y el sector público continúan con planes de prestación definida (3). El mismo fenómeno de reducción de la prestación definida frente a la contribución definida se ha observado en el Reino Unido (Santomero, 1996; Daykin, 1996), así como en Alemania, donde los planes de empresa han experimentado una reducción (Ahrend, 1996).

Beller y Lawrence (1992) apuntan tres razones para justificar este cambio de tendencia: 1) la reducción relativa del número de trabajadores empleados en grandes empresas frente al incremento relativo del número de trabajadores empleados en pequeñas empresas; 2) la creciente complejidad en la gestión de la prestación definida frente a la gestión de la contribución definida y la exigencia de garantías, equivalentes a avales, a las empresas promotoras de planes de prestación definida; y 3) la creciente aceptación de los planes de contribución definida como instrumentos de ahorro a largo plazo, alentados, dejando aparte los estímulos fiscales, por los buenos resultados obtenidos por los fondos de pensiones encargados de su gestión, que han conseguido capturar parte de la prima por el riesgo ofrecida por el mercado de capitales sin incurrir en volatilidades significativamente elevadas (4). Ippolito (1995) puntualiza, además, que los planes de prestación definida solamente tienen sentido si el horizonte de vida de la empresa es de largo plazo y las bajas de sus trabajadores son infrecuentes.

Una consecuencia lógica del panorama que acabamos de trazar es el predominio de la contribución definida en los países que han desarrollado su sistema privado de pensiones entrada la década de los ochenta, como es el caso de España, Italia y Francia

(5). Al unirse la tendencia favorable a la contribución definida, actualmente dominante, con las dificultades propias de impulsar una nueva forma de financiación de las pensiones, los estímulos para la prestación definida son prácticamente inexistentes. Añádase además que, al tener los trabajadores de estos países una parte de su futura pensión cubierta por la seguridad social, la aportación definida les permite una mejor diversificación del riesgo conjunto, laboral más financiero, que aquella que les permitiría la prestación definida, inevitablemente asociada al riesgo laboral.

### III. ESTRATEGIAS Y CARTERAS DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES

#### 1. Objetivos y estrategias de los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones tienen el objetivo genérico de administrar con eficiencia los planes de pensiones que les son confiados, lo que se traduce principalmente en invertir las cuotas de los planes de pensiones en una combinación prudente de rentabilidad y riesgo. Los planes de prestación definida dan lugar a una óptica de largo plazo, pues su horizonte es indeterminado, salvo que la empresa promotora haya previsto una fecha concreta para la terminación del plan. Los planes de aportación definida generan una multiplicidad de horizontes, desde el más largo plazo al más corto plazo, ya que cada beneficiario valora los resultados del plan según su propio horizonte de jubilación.

La estrategia básica que los fondos de pensiones aplican a la

gestión de los planes de prestación definida es la conocida como *gestión de la relación entre activo y pasivo (asset-liability management)*. Esta estrategia persigue obtener una rentabilidad satisfactoria preservando, en un nivel aceptable, la relación entre el valor de mercado del activo y el valor actual de las pensiones prometidas, esto es, el valor del pasivo del plan. El instrumento fundamental de esta estrategia se conoce como *liability asset* (Bookstaber y Gold, 1988) y consiste en una cartera de renta fija, construida mediante técnicas de inmunización, cuyo valor evoluciona de manera prácticamente idéntica al valor del pasivo del plan. La relación entre activo y pasivo de un plan de pensiones que tuviera todo su activo invertido en esta cartera sería siempre la unidad. De ahí que se la considere como el activo libre de riesgo en la gestión de los planes de pensiones de prestación definida (Leibowitz y Henricksson, 1988). La parte del activo que se destina a otras inversiones —acciones, renta fija no integrada en la cartera que reproduce el comportamiento del pasivo, e inmuebles— constituye la cartera de riesgo del plan.

La gestión de planes de aportación definida sigue estrategias parecidas a los fondos de inversión, siempre dentro del marco de la obligada prudencia. La variedad de horizontes de los beneficiarios aconseja ofrecerles la posibilidad de combinar diferentes planes, de modo que la cartera resultante se adapte a la relación entre rentabilidad y riesgo más deseable para su horizonte y preferencias. Por otra parte, todo beneficiario de un plan de aportación definida puede analizar su posición desde la óptica de la relación entre activo y pasivo si decide, como parece razonable, comparar el valor actual

de sus participaciones en el plan con el valor actual de la pensión que se ha fijado como objetivo conseguir, y proceder a continuación a ajustar su ahorro.

#### 2. Las carteras de inversión de los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones invierten principalmente en activos financieros y también en inmuebles. Para comprender la composición de sus carteras de inversión, es menester considerar las características de estos activos —el riesgo, en particular— desde la perspectiva propia de los fondos de pensiones. Esto obliga a analizar el riesgo en un horizonte de largo plazo y tomar la relación entre activo y pasivo como punto de referencia en el caso de la prestación definida.

El consejo habitual de los expertos en gestión de carteras es invertir en *acciones* cuando el horizonte es el largo plazo (Siegel, 1998; Malkiel, 1996, capítulo 14). Este consejo se basa en que, históricamente, la renta variable ha conseguido capturar la prima por el riesgo que debe necesariamente ofrecer como expectativa, lo cual no significa que las acciones carezcan de riesgo a largo plazo, pues, si bien es cierto que, en caso de independencia temporal o baja correlación entre las rentabilidades de los diferentes períodos, la probabilidad de pérdida se reduce sustancialmente con el transcurso del tiempo, también es igualmente cierto que con el tiempo aumenta la magnitud de la pérdida potencial que puede producirse como consecuencia de una acumulación sucesiva de malos resultados (6). La evidencia empírica de una mayor rentabilidad a largo plazo de las acciones frente a las obligaciones no es, en

sí misma, extrapolable al futuro en términos probabilísticos, como si estuviese contenida en una muestra formada por numerosas observaciones, sino que, en esa perspectiva de largo plazo, debe interpretarse como la observación única de un período histórico que podría haberse desarrollado de muy diferentes maneras. Como señala Samuelson (1994, página 17), «sólo conocemos una historia del capitalismo» (7).

Pueden considerarse como puntos fuertes de la inversión en acciones la oportunidad de capturar la prima por el riesgo y las propiedades de la diversificación del riesgo que resultan de crear una cartera de acciones. En contrapartida, su principal punto débil proviene de que obliga a asumir el riesgo del mercado de renta variable. Bodie (1990b) señala tres *falacias* sobre la inversión en acciones que deben ser tenidas en cuenta en la gestión de todo fondo: 1) las acciones no presentan riesgo a largo plazo; 2) la inversión en acciones puede concebirse como una estrategia de cobertura contra la inflación; y 3) los costes para la empresa promotora de un plan de pensiones pueden reducirse *ex-ante* aumentando la inversión en acciones.

La elevada rentabilidad real de las bolsas de los países industrializados en el pasado no parece resultar extrapolable al futuro. Los aumentos de precios que los mercados de renta variable han experimentado en los últimos años parecen haber descontado —es decir, incorporado al precio— los efectos tanto de unas perspectivas económicas optimistas como de la reducción de los tipos de interés, la cual, además, ha dado lugar a un desplazamiento de la demanda de la renta fija a la renta variable, con la consiguiente presión sobre los precios. El aumento de precios

incorpora, pues, los efectos de las perspectivas optimistas y del descenso de la rentabilidad exigida, debido a la disminución de los tipos y a la reducción de la prima por el riesgo que resulta de la presión de la demanda. Puesto que, en un mercado en equilibrio, rentabilidad exigida y rentabilidad esperada coinciden, esto significa también una reducción de la rentabilidad esperada. En función de estas expectativas, la consultora PDFM (1998, pág. 29) estima para el Reino Unido una rentabilidad media real anual de la Bolsa en el futuro del 3,75 por 100 (2,25 por 100 de dividendo más 1,5 por 100 de crecimiento), frente al 7 por 100 anual de los últimos 35 años. Hay que tener en cuenta, además, que las bolsas están recibiendo actualmente el ahorro de la generación de *baby boomers*, cuya presión actual sobre la demanda de títulos puede traducirse en una presión sobre la oferta en su jubilación (OCDE, 1998b, pág. 66).

Por otra parte, se ha discutido si el peso de la renta variable en la cartera de un inversor depende de su edad. Bodie, Merton y W. F. Samuelson (1992) han justificado que el que sea así se debe al capital humano: un inversor joven tendrá más oportunidades de recuperar con su trabajo personal los malos resultados de una inversión financiera que un inversor de edad más avanzada. Se justifica así la necesidad de ofrecer planes de pensiones con diferentes carteras de inversión, enfocadas a los diversos grupos de edad, en el caso de los planes de aportación definida. Este razonamiento puede extrapolarse a los de prestación definida.

En cuanto a la *renta fija*, hay que tener en cuenta que, a largo plazo, no existe título libre de riesgo. En este horizonte, la propia deuda pública no puede evitar verse sometida a los riesgos

del tipo de interés y de la inflación inesperada, a los que se suma el riesgo de la amortización anticipada, cuando esta cláusula se ha incluido en la emisión de bonos u obligaciones. La deuda de las entidades privadas se ve afectada, además, por el riesgo del crédito (8). Estos cuatro tipos de riesgo, junto con las expectativas de rentabilidad inferiores a las de la renta variable, constituyen los puntos débiles de la renta fija. Como principales puntos fuertes presenta su reducida volatilidad y, fundamentalmente, el hecho de permitir —utilizando principalmente deuda pública a largo plazo e interés fijo sin cláusula de rescate— la construcción de carteras que reproducen el comportamiento del pasivo, o *liability-asset*.

El riesgo de la inflación es una de las principales amenazas que debe afrontar la inversión financiera a largo plazo. La renta fija no indizada se ve absolutamente afectada por el componente inesperado de la inflación, y no incorporado, por tanto, a los tipos de interés (9). La inflación extiende también sus efectos sobre la rentabilidad de las acciones. Diversos estudios empíricos han observado correlación negativa entre rentabilidad de las acciones e inflación cuando ambas tasas se toman a corto plazo. Sin embargo, a largo plazo existe evidencia en sentido contrario, pues en horizontes de cinco años se ha observado correlación positiva entre rentabilidad de las acciones e inflación (10). Para satisfacer la demanda de activos financieros que de hecho neutralicen los efectos de la inflación, Bodie (1980, 1990a) preconiza la emisión de bonos cuya rentabilidad prometida consiste en un tipo de interés real más la inflación pasada. Los gobiernos de algunos países, en su mayoría anglosajones, emiten bonos indizados.

Como ya hemos indicado, otro activo habitual en las carteras de inversión de los fondos de pensiones son los *inmuebles*. Tienen éstos, como ventaja principal, la baja correlación de su rentabilidad con la de los activos financieros (Webb, 1990; Goetzmann e Ibbotson, 1990), siendo también de destacar la protección que los inmuebles han ofrecido históricamente frente a la inflación (Fama y Schwert, 1977; PDFM, 1998). Las inversiones inmobiliarias de un fondo de pensiones deberían presentar un razonable grado de diversificación para eliminar el riesgo propio de cada inmueble y quedarse solamente con el riesgo sistemático del mercado inmobiliario (Grisson, Kuhle y Walther, 1987). La titulación de activos inmobiliarios que ofrecen los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria facilitan la diversificación, presentando en contrapartida los costes específicos de la titulación (Ibbotson y Brinson, 1993, página 275).

Por último, los fondos de pensiones utilizan *derivados*, principalmente futuros y opciones sobre índices bursátiles y tipos de interés, para controlar el riesgo de sus inversiones.

La cartera de un fondo de pensiones debe incluir estos distintos tipos de activos, buscando una combinación de rentabilidad y riesgo satisfactoria, es decir, que recoja el nivel de riesgo que desean asumir los beneficiarios de los planes de aportación definida y los promotores y participantes de los planes de prestación definida que administra. En la composición de la cartera de inversión de los fondos de pensiones inciden, además, otras variables, como vemos en el epígrafe siguiente.

### 3. Composición de las carteras de inversión de los fondos de pensiones y causas explicativas

En el cuadro n.º 1 puede verse la composición de las carteras de inversión de los fondos de pensiones en el Reino Unido, Estados Unidos, Holanda, Suiza, Alemania, Japón, Italia y España, referida a 1995. Para la comparación con España, hemos elegido, pues, seis países que disponen de una sólida tradición de pensiones privadas, más otro país, Italia, en el que el auge de las pensiones privadas es más reciente (11). Del análisis de datos posteriores a 1995 puede inferirse que las distribuciones de 1995 resultan ser razonablemente representativas, excepto para los casos de Holanda y España, donde la inversión en acciones aumenta de forma considerable a partir de 1996, en detrimento principalmente de la renta fija. Los fondos de pensiones holandeses pasaron en 1996 a tener en su activo un 38 por 100 de acciones y un 50 por 100 de renta fija (OCDE, 1998b, pág. 82).

El cuadro n.º 2 expone la evolución de la cartera de inversión de los fondos de pensiones españoles en los últimos años.

El examen de la composición de los activos permite clasificar los fondos de pensiones de los países considerados en dos grupos: 1) fondos de pensiones en cuya cartera predomina la renta variable, tal es el caso del Reino Unido y Estados Unidos; y 2) fondos de pensiones con claro predominio de la renta fija, de modo que la renta variable representa un porcentaje moderado o incluso insignificante. Integran este segundo grupo Holanda, Suiza, Alemania, Japón, Italia y España. En el caso holandés, es de

destacar el incremento de la inversión en acciones de sus fondos de pensiones, que ha pasado del 8 por 100 sobre su activo en 1987 al 26 en 1995 y al 38 en 1996, según datos de la OCDE (1998b, pág. 82), mientras en los fondos de pensiones españoles e italianos sobresale la inversión en activos líquidos. Puede aventurarse que la nueva política de inversión de los fondos de pensiones holandeses está creando un tercer grupo, en el que las carteras presentan una proporción de renta variable muy importante, pero inferior a la renta fija (12).

Destaca, pues, en el cuadro número 1 la gran disparidad en la composición de las carteras de inversión de los fondos de pensiones. La inversión en acciones a finales de 1995 oscila entre el 77 por 100 del Reino Unido y el 4 por 100 de España, mientras que la tesorería se mueve entre el 18 por 100 de España (13) y el 2 por 100 de Alemania. El examen de las circunstancias que afectan a los planes y fondos de pensiones de los países considerados permite apuntar algunas de las *causas* de las distribuciones observadas: 1) la orientación del sistema financiero; 2) el tamaño del mercado bursátil; 3) la política monetaria; 4) las normativas legal y fiscal; 5) la normativa contable; 6) la tradición de pensiones privadas y el tipo de planes de pensiones; y 7) la composición de los órganos de control de los planes y fondos de pensiones.

El Reino Unido y Estados Unidos aparecen como los países en los que los fondos de pensiones invierten una mayor proporción de su activo en renta variable. Recuérdese que ambos poseen un *sistema financiero* que favorece las operaciones realizadas directamente en el mercado, orientación contraria a la seguida por los sistemas finan-

CUADRO N.º 1

**CARTERAS DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN DISTINTOS PAÍSES. 1995**  
(Porcentajes)

	Reino Unido	Estados Unidos	Holanda	Suiza	Alemania	Japón	Italia	España
Tesorería .....	5	6	2	7	2	5	19	18
Renta fija .....	14	34	63	54	84	52	40	76
Acciones .....	77	56	26	20	8	26	8	4
Otros .....	—	—	—	—	—	13	—	—
Inmuebles .....	4	4	9	19	6	4	33	2
<b>TOTAL .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuentes: Elaboración propia a partir de OCDE (1997), OCDE (1998b) y PDFM (1998) para Reino Unido, Estados Unidos, Holanda, Suiza, Alemania, Japón e Italia. Inverco para España.

CUADRO N.º 2

**EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES ESPAÑOLES**  
(Porcentajes)

	31-12-1995	31-12-1996	31-12-1997	31-3-1998
Tesorería .....	18	12	11	11
Renta fija .....	76	65	58	54
Acciones .....	4	7	11	14
Activos exteriores .....	—	4	9	12
Otros .....	2	12	11	9
<b>TOTAL .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuentes: Dirección General de Seguros e Inverco.

cieros de Europa continental y Japón, que potencian la intermediación bancaria. El sistema financiero anglosajón ha creado una cultura en la que los inversores particulares están habituados al mercado de renta variable, por lo que, siendo conocedores de la rentabilidad a largo plazo de este tipo de inversiones, poco puede sorprenderles que los fondos de pensiones que gestionan el ahorro que proveerá sus pensiones futuras inviertan una parte importante de éste en la Bolsa. Con mayor motivo puede aplicarse este razonamiento al caso en que, por ser de prestación definida el plan, es la empresa promo-

tora quien asume el riesgo de la gestión del fondo y confía en que los buenos resultados de esta gestión le permitan reducir sus contribuciones futuras. Se trata, pues, de un sistema y de una cultura financiera que empujan tanto a los particulares como a las empresas a tratar de capturar la prima por el riesgo que promete la renta variable.

La inversión de los fondos de pensiones en renta variable de su propio país no puede separarse de las características de su *mercado bursátil*. Un mercado bursátil de tamaño reducido aconseja moderar la inversión en acciones, debido a la baja diver-

sificación que la poca dimensión del mercado permite. Holanda, cuya Bolsa representa —según datos de Morgan Stanley Internacional referidos a abril de 1994 (Sharpe, Alexander y Bailey, 1995, pág. 967)— el 1,9 por 100 de las bolsas mundiales, Italia (1,6 por 100), y España (1,1 por 100) son casos significativos de esta circunstancia. A la vez, puede darse el caso, como ocurre en Holanda, que el volumen de ahorro administrado por los fondos de pensiones exceda la capitalización del mercado bursátil, con lo que la inversión internacional deviene no sólo recomendable sino imprescindible. En el cuadro

número 3, puede verse el porcentaje que el activo de los fondos de pensiones representa sobre la capitalización bursátil de varios países. Se sitúan en los extremos el 117,2 por 100 de Holanda y el 8,9 por 100 de España.

Los tipos de interés reales de un país y, por tanto, la *política monetaria* de sus autoridades condicionan igualmente la distribución de las inversiones de sus fondos de pensiones entre renta fija y renta variable. Una política monetaria que favorece los tipos de interés elevados induce a los fondos de pensiones, probablemente en mayor medida que al resto de inversores por la prudencia que a su gestión se exige, a preferir la renta fija a la renta variable.

La *normativa legal* que regula las inversiones de los fondos de pensiones condiciona, lógicamente, su composición. Su propósito es asegurar una gestión prudente de los fondos de pensiones, por lo que obliga a una diversificación del activo, combinando limitaciones del siguiente tipo: 1) acotaciones para los por-

centajes máximo y mínimo, según los casos, que pueden invertirse en cada tipo de activo, como, por ejemplo, renta variable, inversiones internacionales e inmuebles; 2) limitación del porcentaje máximo de inversión en acciones y obligaciones emitidas por una misma empresa; y 3) limitación del porcentaje máximo que puede invertirse en activos financieros emitidos por la empresa promotora del plan, como caso particularmente relevante del segundo tipo de limitación (14). Las acotaciones del primer tipo pretenden controlar el volumen de inversiones con riesgo en el total del activo del fondo de pensiones, mientras las limitaciones del segundo tipo garantizan la diversificación, y las del tercer tipo evitan que las empresas puedan incluir su propia autofinanciación entre los objetivos del plan de pensiones que promueven para sus empleados. Los dos últimos tipos de limitaciones se hallan, obviamente, justificados por la teoría y la práctica financieras. Por el contrario, las acotaciones del primer tipo, especialmente si obligan a invertir

una parte importante del activo en renta fija, pueden considerarse inadecuadas. Una de sus consecuencias más claras es el perjuicio que ocasionan a la rentabilidad de los fondos de pensiones en épocas de bajos tipos de interés. Concebidas para proteger a los fondos de pensiones del riesgo de la renta variable, les obligan a estar a merced del riesgo del tipo de interés y de la inflación inesperada. Esta norma parece haber tenido consecuencias particularmente negativas para los fondos de pensiones japoneses (*Forbes*, 15 de julio de 1996, págs. 54-57, entre otras muchas referencias). Davis (1995, 1996 y 1998b), en la línea de las recomendaciones de la Comisión Europea, señala lo muy inadecuadas que resultan las normas que fijan límites para las inversiones en determinados tipos de activos. La regulación de las inversiones de los fondos de pensiones debe asegurar la prudencia en su gestión sin establecer cortapisas para activos genéricos. Davis (1998b, páginas 385-386) presenta simulaciones que muestran cómo el

CUADRO N.º 3

LOS FONDOS DE PENSIONES COMO INVERSORES INSTITUCIONALES

	ESPAÑA		FRANCIA		ITALIA		ALEMANIA		HOLANDA		REINO UNIDO		ESTADOS UNIDOS	
	1990	1995	1990	1995	1991	1995	1991	1995	1990	1995	1990	1995	1990	1995
Activo de los fondos de pensiones/PIB (en porcentaje) (OCDE 1998b) .....	1,5	3,1	3,4	4,3	0,6	2,6	3,5	5,2	78,4	86,6	59,7	73,2	38,1	58,9
Activo de los inversores institucionales/ PIB (en porcentaje)(OCDE 1997) .....	16,3	38,3	52,9	75,3	15,3	20,6	38,3	46,1	133,4	158,4	114,5	162,8	127,4	170,8
Activo de los fondos de pensiones/Activo de los inversores institucionales (en porcentaje) .....	9,2	8,1	6,4	5,7	3,9	12,6	9,1	11,3	58,8	54,7	52,1	45	29,9	34,4
Capitalización bursátil/ PIB (en porcentaje) (OCDE 1998a) .....	—	34,8	—	33,2	—	19,7	—	23,8	—	73,9	—	123,2	—	81,7
Activo de los fondos de pensiones/Capitalización bursátil (en porcentaje) ..	—	8,9	—	13	—	13,2	—	21,8	—	117,2	—	59,4	—	72,1

Fuentes: OCDE (1997), OCDE (1998a), OCDE (1998b) y elaboración propia.

rendimiento de carteras de fondos regulados según la norma de prudencia es superior al rendimiento de carteras reguladas siguiendo la acotación de porcentajes máximos que pueden invertirse en distintos tipos de activos (15).

La normativa legal no abarca solamente la regulación de las inversiones, sino también los *aspectos fiscales*. La supresión en 1997 de la exención fiscal (*tax credit*) de los dividendos satisfechos a los fondos de pensiones del Reino Unido por las empresas de las que son accionistas (*Pensions & Investments*, 7 de julio de 1997, págs. 6 y 63) desestimula la inversión de los fondos en acciones (16). En junio de 1997 se estimó que el retraimiento en la inversión bursátil provocado por esta medida dió lugar a una reducción del 10 por 100 en los precios de las acciones del Reino Unido (*Pensions & Investments*, 23 de junio de 1997, páginas 3 y 32).

La *normativa contable* puede también incidir en la estructura del activo de los fondos de pensiones. Un caso relevante se da, de nuevo, en el Reino Unido, cuyos fondos de pensiones están facultados por la normativa contable vigente a distribuir los resultados de cada ejercicio a lo largo de los años de vida activa de los beneficiarios de los planes de pensiones (PDFM, 1996, página 60), al contrario de lo que ocurre en la mayor parte de los países, donde a cada ejercicio se le imputan en su totalidad los resultados efectivos. La consecuencia directa de este método contable del Reino Unido es una reducción del impacto de la volatilidad del mercado bursátil sobre la volatilidad de los resultados de los fondos de pensiones. La sustitución de este método por la normativa internacional, de acuerdo con algunas propuestas ya

formuladas (*Pensions & Investments*, 7 de julio de 1997, páginas 6 y 63), probablemente provocaría una reducción de las inversiones de los fondos de pensiones del Reino Unido en renta variable.

Entre las causas explicativas de la distribución de las inversiones de los fondos de pensiones puede también incluirse la propia *tradición en materia de pensiones privadas y el tipo de planes de pensiones*. En un país en el que las pensiones privadas se hallan en fase emergente, cabe esperar que los fondos de pensiones den prioridad a la seguridad que ofrece la renta fija frente a estrategias más sofisticadas que persiguen combinar seguridad y rentabilidad. Puede considerarse que éste ha sido el caso de los países europeos —España, Francia, Italia— que han impulsado pensiones privadas en las últimas décadas. También el tipo de planes influye en la distribución de los activos de los fondos. Los planes de prestación definida tienden a favorecer la inversión en acciones, por la mayor capacidad de asumir riesgo que las empresas promotoras suelen tener respecto a los individuos (17). La proximidad al vencimiento de los planes de aportación definida y la madurez de los planes de prestación definida estimulan la inversión en renta fija. En PDFM (1998, página 18) se interpreta la creciente madurez de los planes de pensiones británicos como una de las causas de la tendencia de los fondos de pensiones del Reino Unido a incrementar sus inversiones en renta fija.

Finalmente, las *composiciones de las comisiones de control de los planes y fondos de pensiones* ejercen también influencia sobre las inversiones de éstos. Según señala PDFM (1998, página 64), la importante presencia

sindical en las comisiones de control de los planes de pensiones holandeses explica el elevado porcentaje de renta fija en el activo de sus fondos, como fruto de la búsqueda de seguridad en las inversiones. Sin embargo, esto no ha constituido obstáculo alguno para aprovechar las mayores ganancias proporcionadas por la renta variable en los últimos años, ya que se ha incrementado el porcentaje invertido en acciones, respetando siempre una mayor inversión en renta fija. En cambio, en el Reino Unido, al estar el control de los planes de prestación definida en manos de la empresa promotora, sobre quien, en última instancia, repercuten los buenos o malos resultados del plan, las acciones son la inversión dominante, asumiéndose, pues, un mayor riesgo con el objetivo de alcanzar supradotaciones que permitan reducir el coste del plan para la empresa.

#### **4. Los derivados en las carteras de inversión de los fondos de pensiones: evidencia empírica**

La falta de estadísticas detalladas que informen sobre las posiciones de los fondos de pensiones en derivados crea un obstáculo al análisis de la evidencia empírica. Sin embargo, existen algunos datos disponibles que permiten una aproximación al uso de los derivados por los fondos de pensiones de los países anglosajones, donde su incorporación a las estrategias de inversión está más extendida. Según datos de *Greenwich Associates* (*Business Insurance*, 23 de mayo de 1994), en 1993 un 13 por 100 de un total de 1.603 fondos de pensiones de Estados Unidos aplicaba derivados en su estrategia. En 1995, asimismo según

datos de *Greenwich Associates (Pensions & Investments*, 22 de enero de 1996, págs. 20 y 73), procedentes de una encuesta realizada entre los gestores de los mayores 200 fondos de pensiones de Estados Unidos, el 40 por 100 (80 fondos sobre 200) utilizaba contratos de futuros sobre índices bursátiles, el 31 por 100 (62 fondos sobre 200) incorporaba contratos de futuros sobre renta fija y el 19,50 (39 fondos sobre 200) tomaba posiciones en contratos de opciones sobre renta fija. Los mismos porcentajes en 1994 ascendían al 34 por 100 (68 fondos sobre 200), 26,50 por 100 (53 fondos sobre 200) y 15,50 por 100 (31 fondos sobre 200), por lo que puede hablarse de un crecimiento significativo. En cuanto al Reino Unido, según datos de PDFM referidos a 1995 (PDFM 1996, página 57), el 24 por 100 de los fondos de pensiones contrataba futuros financieros, mientras que otro 30 por 100 estaba considerando la posibilidad de hacerlo. En este mismo informe (PDFM 1996, pág. 57), se manifiesta la siguiente opinión sobre el papel de los derivados en las carteras de inversión de los fondos de pensiones: «La utilización de derivados continúa creciendo rápidamente a pesar de que en algunos casos bien conocidos ha

dado lugar a resultados desastrosos. Los derivados de mayor utilización por los fondos de pensiones, los futuros financieros y las opciones negociadas en mercados organizados, son herramientas que ayudan a controlar el riesgo antes que a crearlo, siempre que se haga de ellos un uso prudente en un entorno bien controlado». La conveniencia de complementar la información contable tradicional con indicadores de riesgo ha sido destacada en algunos trabajos (OCDE 1998b, pág. 70). Por lo que a España se refiere, ni en la *Memoria estadística de 1995 de planes y fondos de pensiones* ni en el *Informe de 1996 sobre seguros y fondos de pensiones*, ambos documentos elaborados por la Dirección General de Seguros, se menciona la utilización de derivados por parte de los fondos de pensiones.

### 5. La inversión internacional de los fondos de pensiones

Como puede verse en el cuadro n.º 4, los fondos de pensiones de la mayor parte de los países se muestran muy moderados en sus inversiones internacionales. Las dos razones básicas pa-

ra la diversificación internacional son la propia diversificación de riesgos y la demografía. Los efectos favorables de la diversificación internacional, incluyendo los mercados emergentes, sobre la relación entre rentabilidad y riesgo de una cartera han sido ampliamente tratados en la literatura sobre la materia (Solnik, 1996) y pueden continuar considerándose válidos a pesar del aumento de la correlación entre los diferentes mercados provocado por la globalización de la economía (18). La introducción de la perspectiva demográfica es más reciente. Por una parte, se ha formulado la hipótesis de que el envejecimiento de la población de los países industrializados reducirá la productividad de la población activa, también de edad más avanzada, aunque, según algunos trabajos (Blommestein, 1998), no existe de momento evidencia empírica suficiente para avalar esta hipótesis. Por otra parte, si la tendencia demográfica de los países industrializados no se modifica, sus fondos de pensiones pasarán de inversores netos a vendedores netos de activos financieros. Schieber y Shoven (1994) estiman que esta situación se producirá en Estados Unidos a partir del año 2052. Disponer entonces de una cartera de activos financieros de anti-

CUADRO N.º 4

#### INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES (Porcentaje sobre el activo)

	Reino Unido	Estados Unidos	Holanda	Suiza	Alemania	Japón	España
	1996	1996	1996	1996	1995	1996	1996
Renta fija .....	3	4	8	6	4	5	n.d.
Renta variable .....	20	11	18	3	3	6	n.d.
TOTAL .....	23	15	26	9	7	11	4 (*)

(\*) (12 por 100 a 31-3-1998).

Fuentes: OCDE (1997), PDFM (1998), Hindocha (1997), Inverco.

guas economías emergentes ya industrializadas y con capacidad de ahorrar facilitaría la necesaria liquidez de los fondos de pensiones, sin peligro de provocar importantes reducciones en los precios de las bolsas de los países vendedores. Otro argumento a favor de la inversión en mercados internacionales es que el incremento de las rentas recibidas del exterior ayudaría a los países industrializados a moderar los efectos negativos del envejecimiento de la población sobre su propia renta (Turner, Giorno, De Serres, Vourc'h y Richardson, 1998, pág. 17), aunque difícilmente pueda atribuirse un papel importante a esta vía (Blommestein, 1998). Estos razonamientos incorporan inevitablemente el riesgo de las predicciones a muy largo plazo. Algunos trabajos recientes (Blommestein, 1998) subrayan la volatilidad de las inversiones financieras en economías emergentes. Sin embargo, su baja correlación con las bolsas de los países industrializados puede mejorar la relación entre rentabilidad y riesgo de una cartera, circunstancia que no debe ser obviada por los fondos de pensiones.

#### **IV. LOS FONDOS DE PENSIONES EN LA UNIÓN EUROPEA**

Como es conocido, uno de los objetivos de la Unión Europea es la consecución de un mercado financiero único en el que la moneda única está llamada a desempeñar un papel central. De acuerdo con el programa comunitario, la integración de los mercados financieros de los países miembros tiene como principales objetivos la libertad de movimientos de capitales entre los países miembros de la Unión, la libertad de establecimiento de

instituciones de los países miembros en cualquiera de ellos, la libertad de oferta de servicios de banca, inversiones financieras y seguros, y la armonización de las normas de prudencia que se exigen a las entidades financieras (19). Puede decirse que la Unión Europea origina dos tipos de efectos sobre los fondos de pensiones: un efecto genérico, derivado de la creación del mercado financiero único, y un efecto específico, consecuencia de la normativa comunitaria sobre planes y fondos de pensiones.

Como han señalado numerosos trabajos sobre la materia, el mercado financiero único, específicamente la moneda única y la política monetaria común dirigida por el Banco Central Europeo, conducirán a una unificación de los tipos de interés, como consecuencia de la cual las diferencias entre los tipos de la deuda pública de los diferentes gobiernos de la Unión Europea se deberán exclusivamente a los plazos de emisión y a los grados de solvencia para cada gobierno que periódicamente estiman las agencias de valoración de calidad de la deuda (*rating*). Un proceso similar tendrá lugar para las obligaciones emitidas por las empresas. En consecuencia, los fondos de pensiones podrán acudir, sin verse afectados por el riesgo de cambio, a un mercado de renta fija más amplio, con una oferta más variada en cuanto a los plazos de emisión, lo cual puede resultar particularmente útil para la gestión de planes de prestación definida.

El mercado financiero único significa igualmente una ampliación sustancial del mercado de renta variable que permitirá a los inversores europeos aumentar su grado de diversificación sin incurrir en el riesgo de cambio. Sin embargo, hay que prever un aumento de la correlación entre las

rentabilidades de las bolsas europeas, puesto que un coeficiente de correlación bajo entre las bolsas depende en buena parte de la independencia de la economía de cada uno de los países y de la política económica de los gobiernos (Solnik, 1996, pág. 93). Solnik, Boucelle y Le Fur (1996) han observado un aumento de la correlación entre las bolsas de Alemania y Francia a medida que avanzaba el proceso de integración europea, por lo que cabe esperar que, al culminar este proceso, aumente la correlación entre las bolsas de todos los países de la Unión, debido no sólo a la mayor interdependencia de sus economías, sino también a la política monetaria común y a la coordinación parcial de sus políticas económicas. La integración de los mercados de renta variable puede ser especialmente provechosa para los fondos de pensiones de aquellos países —Bélgica, Holanda, España, Italia— cuyas bolsas presentan una dimensión reducida en relación con las del conjunto de la Unión Europea.

La Comisión Europea, en el libro verde *Los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Único* (1997), manifiesta su preocupación por el impacto que puede tener sobre el mercado de capitales europeo el incremento de ahorro que resultará del impulso que están recibiendo las pensiones privadas como consecuencia de la crisis de la seguridad social. Señala el libro verde que posiblemente la deuda pública no podrá satisfacer la demanda creciente de títulos proveniente de los fondos de pensiones, los cuales deberán aumentar su cartera de renta fija privada y acciones, por lo que aparecerán nuevas oportunidades para las empresas de emitir títulos. La política de reducción del déficit público seguida por los

gobiernos de la Unión Europea puede acelerar este movimiento. El mercado financiero único, asociado a la unión monetaria que eliminará el riesgo de cambio entre las monedas de los países miembros, resultará fundamental para evitar una presión excesiva del dinero en algunos mercados nacionales. Los problemas derivados del impacto de las pensiones en el mercado de capitales son, lógicamente, independientes del proceso de unión monetaria, pero éste, al aumentar el tamaño del mercado, puede resultar sumamente útil para afrontarlos. Posiblemente, la consecuencia más importante de la generalización de las pensiones privadas en los países de la Europa continental sea, como ha señalado Davis (1993, 1995), la aproximación de su sistema financiero, basado en la intermediación bancaria, al sistema financiero de los países anglosajones, centrado en el mercado. De Ryck (1998) especifica los siguientes efectos de la expansión de las pensiones privadas en la Unión Europea: aumento del capital disponible para la inversión tanto en acciones como en renta fija; aumento de la inversión en nuevos tipos de activos, tales como el capital-riesgo; aumento de las carteras indexadas combinado con estrategias activas; mayor intervención de los accionistas institucionales, entre ellos los fondos de pensiones, en el gobierno de las empresas, y concentración de la demanda de los inversores institucionales en las acciones de las empresas que destaquen por su buena gestión.

Actualmente, los planes y fondos de pensiones de los países miembros de la Unión Europea están sujetos a las respectivas disposiciones legislativas nacionales que, entre otros aspectos, fijan las normas de prudencia inversora a que las carteras

de los fondos deben atenerse. La primera propuesta de normativa comunitaria proponía adaptar las diferentes legislaciones de los estados miembros a los objetivos comunes de la Unión Europea, que en este caso concreto no se refieren solamente al mercado financiero, sino también a la movilidad laboral, cuya plena consecución exige que los ciudadanos de un país puedan tener contratado un plan de pensiones en otro país de la Unión, gozando de las mismas ventajas fiscales y de garantías similares respecto al nivel de dotación del plan. Aunque la primera propuesta de normativa comunitaria data de 1991, todavía no se ha llegado a un acuerdo debido a la disparidad de situaciones existentes entre los países de la Unión (Verlinden, 1997; Lannoo, 1996). El libro verde *Los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Único* (1997) recomienda, en el orden financiero, una regulación común de las inversiones de los fondos de pensiones que concrete la norma de prudencia en la diversificación, incluida la internacional, y que elimine todas aquellas restricciones cuantitativas, vigentes en algunos países, que limitan la inversión en una determinada clase de activos o bien obligan a invertir parte de la cartera en activos del propio país que promulga la regulación.

## **V. PLANES Y FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE EVOLUCIÓN**

### **1. Los planes de pensiones en el ahorro de las familias españolas**

En los últimos años, las aportaciones de las familias español-

las a planes de pensiones han aumentado sensiblemente. Concretamente, entre 1990 y 1996 el patrimonio de los fondos de pensiones españoles ha crecido en un 442,5 por 100, equivalente a una media del 32,56 por 100 anual, porcentajes que, cuando tomamos 1997 como año de referencia, se transforman en un 581 por 100 y un 31,55 por 100, respectivamente (cuadro n.º 7). Este aumento se ve lógicamente reflejado en el porcentaje que los derechos de las familias españolas sobre seguros de vida y fondos de pensiones representan sobre el PIB, que ha pasado del 7 por 100 en 1990 al 15 por 100 en 1996 (cuadro n.º 5). La creciente importancia de la previsión privada de jubilación en España queda confirmada por el incremento de los derechos de las familias sobre seguros de vida y fondos de pensiones dentro del conjunto de sus inversiones financieras, ya que han pasado de representar el 7 por 100 en 1990 al 11 por 100 en 1996 (cuadro n.º 6).

Destaca, además, que parte del crecimiento de la previsión privada de vida de las familias españolas —esto es, seguros de vida y planes de pensiones— procede de una redistribución de sus inversiones financieras. Comparando (cuadro n.º 6) las inversiones financieras de las familias entre 1990 y 1996, se observa cómo la proporción de acciones —partida que incluye las acciones propiedad de los fondos de inversión— se incrementa en el 13 por 100, y los derechos sobre seguros de vida y planes de pensiones crecen en un 4 por 100, todo ello en detrimento, principalmente, de los depósitos bancarios y, en menor medida, de los activos líquidos y la renta fija.

En cuanto a la comparación internacional, todas las propor-

CUADRO N.º 5

LA INVERSIÓN EN PENSIONES PRIVADAS EN ESPAÑA Y OTROS PAÍSES DE LA OCDE

	ESPAÑA		FRANCIA		ITALIA		ALEMANIA		HOLANDA		REINO UNIDO		ESTADOS UNIDOS		JAPÓN	
	1990	1996	1990	1996	1990	1996	1991	1996	1990	1996	1990	1996	1990	1996	1990	1996
(A) Derechos de las familias sobre seguros de vida y fondos de pensiones/PIB (en porcentaje).....	7	15	13	32	12	16	30	35	nd	nd	96	144	75	101	45	60
(B) Derechos de las familias sobre seguros de vida y fondos de pensiones/Activos financieros de las familias (en porcentaje) .....	7	11	9	17	7	9	25	25	nd	nd	46	50	31	34	21	25
(C) Aportaciones de las familias a seguros de vida y planes de pensiones/PIB (en porcentaje) .....	2	2	2,6	4,8	1,5	1,4	2,2	2,4	7	8	5	5	5	3	5,2	2
Porcentaje medio de C .....	(1990-1996)		(1990-1996)		(1990-1996)		(1991-1996)		(1990-1995)		(1990-1996)		(1990-1996)		(1990-1996)	
	1,9		3,6		1,5		2,25		7,6		4,75		4		4,2	
(D) Aportaciones de las familias a seguros de vida y planes de pensiones/adquisición de activos financieros (en porcentaje) .....	19	19	42	74	9	16	25	35	67	71	51	52	49	48	30	29
Porcentaje medio de D .....	(1990-1996)		(1990-1996)		(1990-1996)		(1991-1996)		(1990-1995)		(1990-1996)		(1990-1996)		(1990-1996)	
	19		56		13		30		70		54		52		38	

Fuentes: OCDE (1997), OCDE (1998b) y elaboración propia.

CUADRO N.º 6

DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE LAS FAMILIAS

	ESPAÑA		FRANCIA		ITALIA		ALEMANIA		REINO UNIDO		ESTADOS UNIDOS		JAPÓN	
	1990	1996	1990	1996	1990	1996	1991	1996	1990	1996	1990	1996	1990	1996
Activos líquidos .....	20	15	18	13	28	24	9	9	6	3	3	2	10	11
Depósitos .....	45	35	26	25	19	17	39	34	28	20	20	14	51	52
Obligaciones y préstamos a largo plazo .....	9	8	4	5	17	23	15	15	5	7	10	8	9	6
Acciones .....	15	28	40	38	25	19	10	14	12	17	14	26	9	6
Derechos sobre seguros de vida y planes de pensiones .....	7	11	9	17	7	9	25	25	46	50	31	34	21	25
Otros .....	4	3	3	2	4	8	2	3	3	3	22	16	—	—
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 OCDE.

ciones que reflejan el valor relativo de los derechos de las familias sobre seguros de vida y fon-

dos de pensiones (porcentajes sobre el PIB y sobre los activos financieros) ponen de manifiesto

que la situación de las familias españolas en este aspecto es semejante a la de Francia e Italia,

países que, al igual que España, han basado las pensiones de jubilación de forma prácticamente exclusiva en el sistema de reparto hasta fechas muy recientes, y a la vez se halla a gran distancia de los países con una sólida tradición en materia de pensiones privadas. Esta distancia puede considerarse lógica teniendo en cuenta tanto el más reciente fomento de las pensiones privadas en los países latinos como su carácter complementario de las pensiones de jubilación del sistema público. La diferencia relativamente corta con Alemania resulta engañosa, pues en ese país abundan los fondos de pensiones internos de las empresas. Por otra parte, los flujos que miden las aportaciones de las familias a seguros de vida y planes de pensiones sitúan a España, cuando tomamos el porcentaje sobre el PIB como referencia, en un nivel similar, aunque algo inferior, al del resto de los países considerados, y en la banda baja, cuando la referencia es el porcentaje de adquisición de activos financieros por parte de las familias.

• A la vista de las actuales expectativas, cabe decir que el ahorro de las familias para las pensiones de jubilación deberá aumentar en un futuro inmediato (20). Por una parte, la situación actual se caracteriza por una seguridad social que ofrece prestaciones elevadas y, por otra, por una baja tasa de natalidad. Según estimaciones del Banco Mundial (Davis, 1998a), la razón entre el número de españoles de edad igual o superior a 65 años y el número de españoles de edades comprendidas entre 15 y 64 años evolucionará de 25,9 en el año 2010 a 41 en el año 2030, siendo las medias estimadas para la Unión Europea de 25,9 y 40,3 respectivamente. En estas circunstancias, el camino más

eficaz para evitar una reducción de la renta es el aumento de la productividad, que a su vez requiere nuevas inversiones y, por tanto, un incremento del ahorro (Brittan, 1992; Blommestein, 1998) (21). Éste es el auténtico desafío al que el envejecimiento de la población exige hacer frente: generar la misma renta con menos población activa y más población pasiva. El sistema de capitalización ayuda a afrontar este reto en la medida en que es capaz de generar un ahorro que permite a la sociedad aumentar su productividad intensificando las inversiones. En consecuencia, el aumento del ahorro es solamente el primer eslabón de la cadena. El último y definitivo es el aumento de la productividad. Por otra parte, un elemento imprescindible para que las familias puedan planificar adecuadamente su ahorro futuro es conocer con una precisión razonable las expectativas que la seguridad social les ofrece.

## **2. Aportación o contribución definida y prestación definida en España**

Como muestra el cuadro número 7, a finales de 1996 los partícipes en planes de aportación definida en España ascendían al 95,46 por 100 del total, frente al 1,71 por 100 de los partícipes en planes de prestación definida y al 2,83 por 100 de los partícipes en planes mixtos. Se explica esta situación porque tanto las características del mercado de trabajo español como las de las pensiones públicas y las del propio mercado financiero tienden a favorecer la aportación definida frente a la prestación definida. Revisando estas características, se observa su coincidencia con los puntos fuertes de la aportación definida y los puntos débiles

de la prestación definida: prestaciones de la seguridad social relativamente elevadas, aunque con expectativas inciertas, inflación bajo control, tendencia a la movilidad laboral, mayor tendencia a favorecer que a penalizar las bajas voluntarias de los trabajadores en las empresas, salarios variables con tendencia a reducir la asociación sistemática entre aumento de salarios y antigüedad en la empresa, predominio de los planes individuales frente a los planes de empresa y ausencia de una corporación aseguradora u organismo equivalente que garantice el buen fin de los planes de prestación definida.

Otras características de los planes de pensiones en España, reflejadas en el cuadro n.º 7, son el predominio de los planes individuales frente a los planes de empresa (sistema de empleo), un patrimonio por partícipe netamente superior en los planes de empresa que en los planes individuales y un fuerte crecimiento de los planes de pensiones en los tres sistemas —individual, asociado y de empleo—, fruto del mayor ahorro destinado a las pensiones privadas por parte de las familias.

## **3. Los fondos de pensiones y el mercado financiero español**

El propósito de este epígrafe consiste en analizar en qué medida el mercado financiero español ofrece activos adecuados para las carteras de los fondos de pensiones; qué influencia ha tenido la evolución del mercado financiero español en los fondos de pensiones desde la creación de éstos en España en 1987; y cómo pueden influir los fondos de pensiones en el futuro del mercado financiero español en el

CUADRO N.º 7

PARTÍCIPES Y PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES ESPAÑOLES

		Sistema de empleo	Sistema asociado		Sistema individual		Σ	Promedio ponderado	
1990	Porcentaje partícipes	12,97	2,55		84,48		100		
	Porcentaje patrimonio	65,22	2,97		31,81		100		
	Patrimonio medio (miles de pesetas)	4.284	994		320			852	
1996	Porcentaje partícipes		2,59		84,39				
	— <i>aportación definida</i>	8,48							
	— <i>prestación definida</i>	1,68	0,03		—				
	— <i>planes mixtos</i>	2,10	12,26	0,73	3,35	—	84,39	100	
	Porcentaje patrimonio	44,97	2,91		52,12		100		
Patrimonio medio (miles de ptas.)	4.905	1.160		826			1.337		
1997	Porcentaje partícipes	10,68	2,80		86,52		100		
	Porcentaje patrimonio	41,00	2,90		56,10		100		
	Patrimonio medio (miles de ptas.)	5.117	1.381		864			1.333	
		<i>Partícipes</i>	<i>Patrimonio</i>	<i>Partícipes</i>	<i>Patrimonio</i>	<i>Partícipes</i>	<i>Patrimonio</i>	<i>Partícipes</i>	<i>Patrimonio</i>
<i>Tasa de crecimiento medio anual entre 1990 y 1996.....</i>		21,82	24,59	28,71	32,07	22,94	43,94	22,96	32,56
<i>Tasa de crecimiento medio anual entre 1990 y 1997.....</i>		20,00	23,10	25,05	31,07	23,82	42,66	23,40	31,55

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de Inverco y la Dirección General de Seguros.

muy probable caso de confirmarse el importante crecimiento que se les augura en los países de la Europa continental.

3.1. *Los activos del mercado financiero español y los fondos de pensiones*

Como hemos visto, los activos financieros de mayor interés para los fondos de pensiones son: la renta fija ordinaria, especialmente deuda del Estado a interés fijo sin cláusula de rescate, una parte de ella a muy largo plazo; la renta fija indizada; la renta variable, concretamente una cartera bien diversificada de acciones; y activos financieros derivados, en particular futuros y opciones sobre tipos de interés e índices bursátiles.

En lo que atañe a los activos financieros *derivados*, el mercado español reúne aquéllos que más habitualmente resultan necesarios para las estrategias de los fondos de pensiones, aunque su utilización en la actualidad no sea significativa.

Recordemos que los fondos de pensiones, al invertir en renta fija, no sólo buscan seguridad, sino también la oportunidad de crear una cartera que evolucione de manera similar al valor actual del pasivo de los planes de prestación definida que gestionan. Para construir carteras de este tipo, se debe recurrir frecuentemente a obligaciones que vencen en horizontes de 20 y 30 años (22). La oferta de deuda pública a largo plazo en el mercado financiero español está representada por las obligaciones del

Estado que se emiten a 10 años, 15 años (desde 1993) y 30 años (desde 1998). Por el momento, el volumen de deuda pública a disposición de los fondos de pensiones es ampliamente suficiente: a finales de junio de 1998, el volumen de deuda pública en manos de los fondos de pensiones ascendía al 3,1 por 100 y, por otra parte, la deuda pública con vencimiento superior a 10 años representaba el 9,2 por 100 de la deuda pública en circulación (*Boletín Mensual del Tesoro Público*, número 50, septiembre de 1998 y *Boletín Estadístico del Banco de España*, julio de 1998, página 187). Procede señalar, además, que el inicio de la negociación de *strips* —segregación de flujos de títulos de deuda pública— en enero de 1998 facilita la estrategia de todo inversor a largo plazo y la de los fondos de pen-

siones en particular. Como alternativa y complemento a la deuda pública, la deuda privada negociada en el mercado AIAF ofrece, asimismo, algunas emisiones a muy largo plazo, aunque el vencimiento de los títulos negociados en este mercado entre 1993 y 1997 se sitúa entre siete y ocho años, según datos del *Boletín Estadístico del Banco de España*.

La deuda indizada, concentrada en los mercados anglosajones, no existe en el mercado financiero español en la actualidad. Las actuales perspectivas de inflación controlada no generan demanda para este tipo de deuda.

Revisemos, finalmente, la oferta de *acciones* del mercado financiero español desde el punto de vista de los fondos de pensiones. El objetivo básico de un fondo de pensiones, en cuanto a la renta variable, es la construcción de una cartera bien diversificada en la que las ventajas de la diversificación se equilibren con los costes de transacción que supone mantener un elevado número de títulos. Los estudios empíricos (Elton y Gruber, 1995, capítulo 4) demuestran que invirtiendo en una cartera que contenga entre 10 y 15 títulos se consigue una reducción muy importante del riesgo, aunque si se pretende llevar la diversificación hasta un nivel tal que su beneficio marginal iguale su coste marginal —que viene dado por los costes de transacción—, es necesario que el número de títulos sea sensiblemente superior, entre 30 y 40 según la estimación de Statman (1987). La Bolsa española, como toda Bolsa de tamaño reducido, ofrece una diversificación moderada que puede mejorarse sustancialmente acudiendo a la diversificación internacional. Tomando el índice IBEX-35 como punto de referencia, a finales

de 1997 se observa que doce empresas suponen el 80 por 100 de su capitalización y cuatro sectores (bancos, eléctricas, transportes-comunicaciones y petróleos) el 88 por 100, mientras que otros siete sectores suponen solamente el 12 por 100. Puede, pues, decirse que los fondos de pensiones españoles mejorarían la diversificación de sus carteras de renta variable si invirtieran en mercados internacionales, siendo el paso más inmediato las bolsas de los restantes países de la Unión Monetaria Europea. La evolución reciente de las carteras de inversión de diversos fondos de pensiones españoles permite suponer que así lo está haciendo ya un buen número de ellos. Por otra parte, así como el elevado patrimonio de los fondos de pensiones de algunos países en relación a la capitalización de sus bolsas —Holanda, por ejemplo— obliga a acudir a mercados exteriores, no es éste el caso de los fondos de pensiones españoles. En efecto, su patrimonio total no alcanza el 10 por 100 de la capitalización de las bolsas españolas (8,9 por 100 en 1995).

### 3.2. *La evolución del mercado financiero español y las carteras de inversión de los fondos de pensiones*

Entre 1987, año en que se crean en España los fondos de pensiones, y 1993 el mercado financiero español se distinguió por lo elevado de sus tipos de interés, tanto nominales como reales, lo cual impulsaba a los fondos de pensiones hacia la renta fija. En el cuadro n.º 8 comparamos las rentabilidades de la deuda pública y la Bolsa entre 1988 y 1997 a partir del índice de la deuda pública elaborado por el Banco de España y el índice total de la Bolsa de Madrid (23). Incluye también este cuadro los ti-

pos medios de emisión de la deuda pública a 10 años, cuyas emisiones comenzaron en 1989, para dar una referencia del tipo de interés vigente a largo plazo. Se observa que la rentabilidad media de la renta variable superó sólo ligeramente a la de la renta fija; pero si referimos la comparación al período 1988-1995, la renta fija superó a la renta variable. Por otro lado, el atractivo de las emisiones de renta fija a largo plazo en este período es evidente.

Hemos calculado, además, la tasa real de rentabilidad interna para obligaciones a largo plazo emitidas en 1989, 1992 y 1995 para el caso en que se adquirieran en el momento de su emisión y se mantengan hasta su vencimiento (cuadro n.º 9).

Suponiendo una tasa de inflación del 2 por 100 a partir de 1997, se obtiene una rentabilidad interna *real* anual del 7,37 por 100 para la obligación adquirida en 1989, del 7,67 por 100 para la obligación comprada en 1992 y del 9,21 por 100 para la adquirida en 1995. Estos valores no sólo igualan, sino que superan, las rentabilidades obtenidas por las carteras de renta variable bien diversificadas invertidas en las bolsas de países industrializados. Así, por ejemplo, la rentabilidad real media de las bolsas de los Estados Unidos entre 1901 y 1990 fue del 7,95 por 100 (Samwick y Skinner, 1998). Puede, pues, concluirse que, en la etapa considerada, la renta fija española era un activo suficientemente atractivo para que la renta variable, con menor rentabilidad a corto plazo y mayor riesgo, fuese postergada por los fondos de pensiones. Esta prolongada etapa no invalida, sin embargo, la evidencia empírica de una rentabilidad de la renta variable superior, a largo plazo, a la de la renta fija. El cambio de tendencia en

CUADRO N.º 8

## COMPARACIÓN DE RENTABILIDADES EN EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL (1988-1997)

	TASA DE INFLACION	TIPO EMISION DEUDA PÚBLICA 10 AÑOS		RENTABILIDAD ÍNDICE DEUDA PÚBLICA (B.E.)		RENTABILIDAD ÍNDICE TOTAL BOLSA MADRID	
		Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
1988 .....	5,8			11,46	5,35	25	18,15
1989 .....	6,9	12,09	4,85	10,16	3,04	11	3,84
1990 .....	6,5	13,02	6,12	14,36	7,38	-23	-27,70
1991 .....	5,5	11,79	5,96	17,76	11,62	15	9,00
1992 .....	5,3	11,15	5,55	7,57	2,16	-7	-11,68
1993 .....	4,9	10,69	5,52	30,71	24,60	56	48,71
1994 .....	4,3	10,06	5,52	-3,15	-7,14	-9	-12,75
1995 .....	4,3	11,45	6,85	17,35	12,51	16	11,21
1996 .....	3,2	8,87	5,49	18,30	14,63	43	38,56
1997 .....	2,0	6,51	4,42	12,52	10,31	45	42,16
Rentabilidad media 1988-1997 .....	—	—	—	13,40	7,09	14,58	9,27
Rentabilidad media 1988-1995 .....	—	—	—	12,91	8,14	8,22	2,64

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Boletín Estadístico del Banco de España, el Informe Anual de la Bolsa de Madrid y el Instituto Nacional de Estadística.

CUADRO N.º 9

## TASAS REALES DE RENTABILIDAD INTERNA DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO

AÑO DE EMISIÓN	1989	1992	1995
Fecha de adquisición .....	30-6-1989	30-6-1992	30-6-1995
Vencimiento .....	10 años	10 años	15 años
Tipo de interés nominal (porcentaje).....	12,09	11,00	11,40
TIR real (porcentaje) .....	7,37	7,67	9,21

Tasas de inflación efectivas entre 1989 y 1997.

Tasa de inflación estimada a partir de 1997: 2 por 100.

Fuente: Elaboración propia.

los mercados financieros observado a partir de 1995 ha inducido a los fondos de pensiones a aumentar sus inversiones en renta variable.

Cabe esperar que este cambio de tendencia últimamente registrado se consolide, y que los fondos de pensiones españoles reduzcan su inversión en deuda pública —hecho que, además, vendrá impulsado por la propia reducción del déficit público—, sustituyéndola por inversión en

acciones, a medida que puedan adquirirlas a precios que ofrezcan expectativas de rentabilidad razonables, y por obligaciones de empresas, para cuya emisión la conjunción de la reducción del déficit público con la demanda potencial de renta fija por parte de los fondos de pensiones crea una oportunidad estratégica. La diversificación internacional presenta, asimismo, expectativas de aumento a tres niveles: 1) títulos —acciones y obligaciones— emitidos en los países de la unión

monetaria europea, que, estrictamente, no pueden considerarse inversión internacional, sino el nuevo mercado doméstico por la eliminación del riesgo de cambio; 2) títulos emitidos en países industrializados no miembros de la unión monetaria europea; y 3) títulos de economías emergentes donde pueden buscarse las elevadas expectativas de rentabilidad a largo plazo, evidentemente arriesgadas, que ya no ofrecen las acciones de las economías avanzadas. Este cambio aproxi-

mará las carteras de inversión de los fondos de pensiones españoles a las de los países con pensiones privadas desarrolladas, posiblemente con mayor semejanza a Holanda, donde la renta fija mantiene una importante presencia en el activo de los fondos de pensiones, que al Reino Unido, donde dominan las acciones. Las razones para ello son el amplio predominio en España de la modalidad de aportación definida, generadora de estrategias más conservadoras que la prestación definida; las normas de valoración que, siguiendo el criterio más extendido, excluyen la particularidad del Reino Unido, donde se permite distribuir la variación del valor de la cartera de acciones a lo largo de varios ejercicios; y la importante presencia sindical en las comisiones de control de los planes, que, según la evidencia empírica internacional, tiende a moderar la proporción invertida en renta variable.

La influencia de los fondos de pensiones en el mercado financiero se manifiesta cuando llegan a administrar una parte importante del ahorro de las familias. En los cuadros n.ºs. 4 y 5, pueden verse varios indicadores de la importancia de los fondos de pensiones en los mercados de diferentes países (porcentajes de sus activos sobre el PIB y sobre la capitalización bursátil, así como porcentaje de los activos financieros de las familias invertidos en planes de pensiones y compañías de seguros de vida). Estos indicadores ponen de relieve la gran importancia de los fondos de pensiones en los países anglosajones y en Holanda principalmente, mientras su tamaño resulta claramente más modesto en la mayor parte de los países de la Europa continental, España entre ellos. Por tanto, a corto plazo, no cabe considerar

que los fondos de pensiones españoles puedan incidir significativamente en el mercado financiero. Sin embargo, a medio y largo plazo, es de esperar que esta situación cambie en la línea prevista para los países de la Unión Europea, según lo señalado en el apartado IV, lo que tendrá como principal consecuencia el crecimiento de la importancia del mercado de capitales frente a la intermediación bancaria y, posiblemente, una cierta intervención de los fondos de pensiones en el gobierno de las empresas.

## VI. CONCLUSIONES

Las expectativas de crisis de la seguridad social pública, consecuencia del envejecimiento de la población, han impulsado los planes de pensiones privados como forma de ahorro de las familias, por lo que los fondos de pensiones administran un volumen creciente de recursos. Este trabajo se ha centrado en analizar la situación actual y las perspectivas de evolución de los planes y fondos de pensiones en España. Los planes de pensiones se caracterizan en España por un predominio casi absoluto de la aportación definida frente a la prestación definida, por una parte, y por un predominio claro de los planes individuales frente a los planes de empresas y asociaciones, por otra. Destaca en las inversiones de los fondos de pensiones la elevada proporción de renta fija frente a la moderada proporción de renta variable, aunque en los últimos años se ha registrado un aumento de la renta variable en detrimento de la renta fija.

El predominio de los planes de aportación definida frente a los planes de prestación definida se explica porque la conjunción

de las características actuales del mercado laboral y del mercado financiero españoles da como resultado un contexto en el que coinciden los puntos fuertes de la aportación definida con los puntos débiles de la prestación definida: prestaciones de la seguridad social relativamente elevadas, aunque inciertas, en relación con las cuales la aportación definida permite diversificar mejor el riesgo de la pensión de jubilación; tendencia a la movilidad laboral e inflación bajo control. Si a esta coincidencia de ventajas e inconvenientes le añadimos el hecho de que la aportación definida está ganando cuota de mercado a la prestación definida en los países con mayor tradición en pensiones privadas, puede augurarse que la contribución definida continuará siendo la modalidad habitual de los planes de pensiones españoles. La prestación definida podría experimentar un cierto auge si grandes empresas con una práctica de estabilidad laboral decidiesen pasar a patrocinar planes de pensiones para sus trabajadores.

En España, la composición de la cartera de inversión de los fondos de pensiones se distingue por el predominio de la renta fija y una muy pequeña proporción de renta variable hasta 1995, que se incrementa a partir de entonces para llegar a un 14 por 100 a final del primer trimestre de 1998. Se explican estas proporciones por la situación del mercado financiero español entre 1987, año de la creación de planes y fondos de pensiones en España, y 1995, etapa en la que la renta fija generó ganancias superiores a la renta variable. A partir de 1995, con el acusado descenso de los tipos de interés, los fondos de pensiones españoles aumentan sus inversiones en renta variable y activos interna-

cionales a costa de sus inversiones en renta fija.

Las perspectivas de evolución de las carteras de los fondos de pensiones españoles deben considerarse a partir del panorama actual de los mercados financieros: la renta fija ofrece bajos tipos de interés y la política de reducción del déficit público que siguen los países de la Unión Europea conlleva un menor volumen de la oferta de títulos de deuda pública a disposición de los inversores, lo cual contribuye a consolidar el descenso de tipos de interés. Se abre, pues, un campo para la emisión de obligaciones de empresas. La renta variable ha experimentado alzas de precios, corregidas a lo largo de 1998, que reducen la futura rentabilidad esperada, disminuyendo el diferencial actual entre renta variable y renta fija. Los mercados emergentes, por su parte, ofrecen buenas oportunidades, pero con un elevado riesgo. Es crucial tener en cuenta que la inversión a largo plazo se enfrenta a la amenaza de una reducción generalizada de precios a partir del momento en que la generación de los *baby-boomers* alcance la jubilación. Sintetizando, en el umbral del cambio de siglo, la inversión a largo plazo no parece ofrecer para el siglo XXI unas perspectivas de rentabilidad equivalentes a las ganancias obtenidas en el siglo XX. En este contexto, cabe esperar que las carteras de inversión de los fondos de pensiones españoles evolucionen en el sentido de disminuir su inversión en deuda pública y aumentarla en: 1) renta variable a medida que las bolsas ofrezcan oportunidades de adquirir títulos a precios que permitan esperar una rentabilidad satisfactoria; 2) inversión internacional más allá de las inversiones en los países de la unión monetaria europea, que pueden ya

considerarse mercado doméstico por la eliminación del riesgo de cambio; y 3) obligaciones emitidas por empresas. Obsérvese que esta evolución conduce a una mayor disponibilidad de recursos para financiar las inversiones productivas a largo plazo. El cumplimiento de estas expectativas asemejaría la composición del activo de los fondos de pensiones españoles al activo de los fondos de países con mayor tradición en el campo de las pensiones privadas. Posiblemente, en el caso español, a pesar de los cambios que se produzcan, la renta fija seguirá teniendo un peso importante en las carteras de los fondos de pensiones. En otro orden de cosas, el crecimiento de los fondos de pensiones en el mercado financiero español probablemente se traduzca en un crecimiento del mercado de capitales frente a la intermediación bancaria, y a la vez suponga la intervención de los fondos de pensiones en el gobierno de las empresas, panorama también aplicable a los países de la Europa continental.

Los planes y fondos de pensiones son instrumentos de economía financiera que pueden ayudar a superar los efectos del envejecimiento de la población siempre que estén al servicio de una economía real que comparta este propósito. El modo más eficaz de neutralizar las consecuencias de la reducción del número de individuos activos por cada individuo jubilado es un aumento de la productividad, al que la economía financiera debe contribuir con un incremento del ahorro, que, a su vez, debe traducirse en nuevas inversiones. Por tanto, el ahorro de las familias debe necesariamente aumentar para mantener el nivel de vida en el futuro y, dado que las familias deben replantearse la distribución de su renta entre consumo

y ahorro, es necesario que dispongan de expectativas claras sobre las futuras prestaciones de la seguridad social. En la medida en que este incremento de ahorro se canalice a través de los fondos de pensiones, la economía española dispondrá de recursos invertidos a largo plazo que permitirán financiar inversiones en este horizonte.

#### NOTAS

(1) PESANDO (1996) compara los sistemas de garantía de las pensiones en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Alemania y Japón.

(2) PETERSEN (1994) señala que la conversión de un plan de prestación definida en un plan de aportación o contribución definida tiene para la empresa promotora consecuencias similares a una reducción de su endeudamiento, por la mayor flexibilidad y el menor riesgo financiero de la aportación definida frente a la prestación definida. Sustenta Petersen esta afirmación en un estudio empírico que detecta una fuerte correlación entre la variabilidad de los flujos de caja de las empresas y la probabilidad de que prefieran un plan de contribución definida.

(3) IPPOLITO (1995) sostiene que una parte del auge de la contribución definida en Estados Unidos se debe a la buena aceptación de los planes 401(k). Los planes 401(k) son planes flexibles de contribución definida en los que cada trabajador decide la parte de su salario que aporta al plan. La empresa puede ofrecer pagas especiales, por ejemplo en concepto de participación en beneficios, y cada trabajador decide si las percibe en efectivo o las aporta al plan. La tributación de las aportaciones al plan queda diferida hasta el momento de la jubilación.

(4) SAMWICK y SKINNER (1998) comparan las pensiones ofrecidas por planes de prestación definida y planes equivalentes de contribución definida, resultando superiores notablemente, en general, las pensiones que se alcanzan a partir de la contribución definida. Concluyen Samwick y Skinner que sólo los trabajadores muy adversos al riesgo deberían preferir la prestación definida a la contribución definida.

(5) La aplicación práctica de la regulación de planes y fondos de pensiones en Francia se halla todavía bajo discusión, aunque hay planes de pensiones para trabajadores autónomos (BLANCHET, 1998). Existe asimismo en Francia una tradición de pensiones complementarias, basadas en el sistema de reparto, gestionadas por sindicatos u otras agrupaciones de trabajadores.

(6) La falacia de la diversificación temporal ha sido discutida por MERTON, SAMUELSON (MERTON y SAMUELSON, 1974; SAMUELSON, 1963, 1989, 1994) y BODIE (1990b).

(7) Si la rentabilidad de las acciones presenta la propiedad de reversión hacia la me-

dia observada en algunos estudios (FAMA y FRENCH, 1988; POTERBA y SUMMERS, 1988), entonces los inversores tenderán a preferir las acciones como inversión a largo plazo (SAMUELSON, 1989). Por otra parte, LEVY y GUNTHER (1993) mantienen que los inversores con niveles razonables de aversión al riesgo preferirán acciones en el largo plazo. LEVY y SPECTOR (1996) deducen, además, que siendo la tasa de endeudamiento superior a la de préstamo y/o estando limitada la capacidad de endeudamiento de los inversores, las acciones constituirán el principal componente de las carteras.

(8) Existe amplia aceptación del hecho de que la evolución de los tipos de interés cumple la propiedad de reversion hacia la media (VASICEK, 1977; HULL, 1997, cap. 17), lo cual tiende a moderar su volatilidad a largo plazo.

(9) Dada la fiabilidad de las previsiones de la tasa de inflación a corto plazo, las letras del Tesoro pueden considerarse como un activo financiero que ofrece una buena protección contra la inflación, de modo que una inversión en letras del Tesoro a muy corto plazo, un mes por ejemplo, que se reinvierte sucesivamente en el mismo tipo de activos, supone una protección permanente contra la inflación (FAMA y SCHWERT, 1977; BODIE, KANE y McDONALD, 1985), aunque obliga, evidentemente, a soportar las fluctuaciones del tipo de interés real.

(10) FAMA y SCHWERT (1977) detectan una correlación negativa entre la rentabilidad de las acciones y la inflación esperada para el período comprendido entre 1953 y 1971, hallando un resultado del mismo signo, aunque más débil, para la inflación inesperada. El trabajo de FAMA y SCHWERT se refiere a tasas a corto plazo, mensuales, trimestrales y semestrales. BOUDOUKH y RICHARDSON (1993) han estudiado la relación que nos ocupa para tasas a un año y a cinco años. En un horizonte anual, se confirma la correlación negativa, observándose independencia para la inflación efectiva. Cuando se toma un horizonte de cinco años, se observa correlación positiva entre la rentabilidad de las acciones y la tasa de inflación, tanto esperada como efectiva, aunque superior en el primer caso.

(11) La base de las cifras del cuadro número 1 es el *Anuario estadístico de inversores institucionales* de la OCDE (1997), con correcciones procedentes de las estimaciones de la OCDE publicadas en *Maintaining prosperity in an aging society* (OCDE 1998b, página 82) y PDFM (1998), donde se utilizan estimaciones propias y otras de William Mercer Internacional. Estos porcentajes no deben considerarse exactos, sino orientativos.

(12) El cambio de la política de inversiones de los fondos de pensiones holandeses no ha consistido solamente en aumentar la inversión en acciones, disminuyendo la proporción de renta fija. Dentro de la propia renta fija, han reducido créditos e hipotecas para sustituirlos por obligaciones cotizadas en mercados, con lo que se han recortado sensiblemente los costes de gestión, según *The Economist* (6 de abril de 1996). Esta publicación pone a los fondos de pensiones holandeses como modelo a seguir para el resto de fondos de pensiones de la Europa continental. Sin embargo, según un estudio de WM Co. (*Pensions & Investments*, 31 de marzo

de 1997, págs. 14 y 18), el riesgo de los fondos de pensiones holandeses es más elevado del que deberían soportar en caso de mejorar el ajuste entre los vencimientos de sus activos y pasivos. Esta preocupación por el riesgo se tradujo, en febrero de 1997, en una norma del organismo supervisor de los fondos de pensiones holandeses que exige en todo momento la dotación de los fondos, es decir, prohíbe las infradotaciones. Esta norma puede obligar, evidentemente, a reducir la inversión en acciones.

(13) Hay que tener en cuenta, no obstante, que, como señala la DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS (1996), los participantes concentran sus aportaciones a planes de pensiones en los últimos días del año, lo que incrementa la liquidez de los fondos en estas fechas.

(14) Véase en DAVIS (1998b, págs. 369-370) una síntesis de las limitaciones establecidas por las legislaciones de diversos países, España entre ellos.

(15) La normativa española corresponde al caso de la gestión prudente, al contrario que las disposiciones legales alemanas —criticadas en los estudios de DAVIS— que establecen limitaciones de activos.

(16) Este trabajo recoge datos y algunas noticias sobre planes y fondos de pensiones que los autores han considerado relevantes, y que proceden de diversas publicaciones periódicas de información económica, en particular *Pensions & Investments*, especializada en pensiones, *Business Insurance*, *Forbes* y *The Economist*. Por lo puntual de estas informaciones y el carácter de las publicaciones, citamos las referencias en el texto, pero no las incorporamos a la bibliografía final.

(17) En PDFM (1998, pág. 62) se señala que la prestación delimitada favorece la inversión en acciones e inmuebles, por su capacidad de ofrecer rendimientos acordes con la evolución de los salarios.

(18) ODIER, SOLNIK y ZUCCHINETTI (1995) presentan un interesante estudio sobre una hipotética estrategia de diversificación internacional para los fondos de pensiones suizos.

(19) KOLLIAS (1992) presenta una síntesis de los objetivos del mercado financiero único con especial referencia a los fondos de pensiones.

(20) DAVIS (1998a), FELDSTEIN (1995) y JAMES (1994) presentan argumentos a favor del aumento de ahorro que pueden producir las pensiones basadas en el sistema de capitalización, aunque otros trabajos, KOH y O'BRIEN (1998) entre los más recientes, muestran mayor cautela. La relación entre sistema de capitalización y ahorro se revisa en MONTLOR y TARRAZON (1996). En caso de concluir que la introducción de pensiones privadas no es suficiente para provocar el aumento de ahorro necesario a fin de afrontar el reto demográfico, sería preciso pensar en otros caminos para estimular el ahorro.

(21) La OCDE (1998b) recomienda asimismo, como medida para paliar el impacto del descenso de la población activa, alargar el momento de la jubilación.

(22) La duración modificada de una obligación a 30 años que paga cupones semestrales, según un tipo de interés nominal del 10 por 100, es de 10,20 años, tomando un tipo de interés de mercado del 9 por 100, y de 12,70 años si el tipo de interés de mercado es del 6 por 100. Para un tipo nominal del 6 por 100, estas duraciones se sitúan en 11 años y 13,80 años respectivamente.

(23) Sobre estos índices, véase el *Boletín Económico del Banco de España* de mayo de 1991, págs. 29-44, y el *Informe del Mercado de la Bolsa de Madrid* correspondiente a 1997.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARRHENI, Peter (1996), «Pension financial security in Germany», en BODIE, Zvi; MITCHELL, Olivia, S., y TURNER, John A. (eds.), *Securing Employer-based Pensions. An International Perspective*. The Wharton School, Pension Research Council Publications y University of Pennsylvania Press, Filadelfia, págs. 73-104.
- BANCO DE ESPAÑA (1991), «Índice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado», *Boletín Económico*, mayo, páginas 29-44.
- BELLER, Daniel J., y LAWRENCE, Helen H. (1992), «Trends in private pension plan coverage», en TURNER, John A., y BELLER, Daniel J. (eds.), *Trends in Pensions 1992*. U.S. Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration, Washington, D.C.
- BLAKE, David (1995), *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Clarendon Press, Oxford.
- BLANCHET, Didier (1998), «Population aging and French economic performance», en BOSWORTH, Barry, y BUHTLESS, Gary (eds.), *Aging Societies*, Brookings Institution Press, Washington D.C., págs. 111-147.
- BLÖMMESTEIN, Hans (1998), «Ageing-induced capital flows to emerging markets do not solve OECD's basic pensions problem», en OCDE, *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París, páginas 349-362.
- BODIE, Zvi (1980), «An innovation for stable real retirement income», *The Journal of Portfolio Management*, vol. 7, n.º 1, otoño, págs. 5-13.
- (1990a), «Inflation, index-linked bonds, and asset allocation», *The Journal of Portfolio Management*, vol. 16, n.º 2, invierno, págs. 48-53.
- (1990b), «Managing pension and retirement assets: An international perspective», *Journal of Financial Services Research*, n.º 4, págs. 419-460.
- (1990c), «Pensions as retirement income insurance», *Journal of Economic Literature*, vol. 28, marzo, págs. 28-49.
- BODIE, Zvi; KANE, Alex, y McDONALD, Robert (1985), «Inflation and the role of bonds in investor portfolios», en FRIEDMAN, Benja-

min M. (ed.), *Corporate Capital Structures in the United States*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, páginas 167-196.

BODIE, Zvi; MARCUS, Alan J., y MERTON, Robert C. (1988), «Defined benefit versus defined contribution pension plans: what are the real trade-offs?», en BODIE, Zvi; SIOVEN, John B., y WISE, David A. (eds.), *Pensions in the U.S. Economy*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, págs. 139-160.

BODIE, Zvi; MERTON, Robert C., y WILLIAM, F. Samuelson (1992), «Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 16, págs. 427-449.

BODIE, Zvi, y MITCHELL, Olivia S. (1996), «Pension security in an aging world», en BODIE, Zvi; MITCHELL, Olivia S., y TURNER, John A. (eds.), *Securing employer-based Pensions. An International Perspective*, The Wharton School, Pension Research Council Publications y University of Pennsylvania Press, Filadelfia, páginas 1-28.

BODIE, Zvi; MITCHELL, Olivia S., y TURNER, John A. (eds.) (1996), *Securing Employer-based Pensions. An International Perspective*, The Wharton School, Pension Research Council Publications y University of Pennsylvania Press, Filadelfia.

BODIE, Zvi; SIOVEN, John B., y WISE, David A. (eds.) (1988), *Pensions in the U.S. Economy*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois.

BOOKSTABER, Richard, y GOLD, Jeremy (1988), «In search of the liability asset», *Financial Analysts Journal*, vol. 44, n.º 1, páginas 70-80.

BOSWORTH, Barry, y BURTESS, Gary (eds.) (1998), *Aging Societies*, Brookings Institution Press, Washington D.C..

BOUDOUKHI, Jacob, y RICHARDSON, Matthew (1993), «Stock returns and inflation: A long-horizon perspective», *The American Economic Review*, vol. 83, n.º 5, páginas 1346-1355.

BRITIAN, Sir Leon (1992), «Setting the framework», en MORTENSEN, Jorgen (ed.), *The Future of Pensions in the European Community*, Centre for European Policy Studies, Bruselas, págs. 14-20.

COMISION DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1997), *Los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Unico*, Libro Verde, Bruselas.

DAVIS, Philip E. (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), *Pension Funds, Retirement-income Security, and Capital Markets. An*

*international perspective*, Clarendon Press, Oxford.

— (1996), «Pension fund investments», en SILLI, Benn (ed.), *The European Equity Markets*, Royal Institute of International Affairs y European Capital Markets Institute, Copenhagen, págs. 185-223.

— (1998a), «Population aging and retirement income provision in the European Union», en BOSWORTH, Barry, y BURTESS, Gary (eds.), *Aging Societies*, Brookings Institution Press, Washington D.C., páginas 33-110.

— (1998b), «Regulation of pension fund assets», en OCDE, *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París, páginas 365-399.

DAYKIN, Christopher D. (1996), «Occupational pension provision in the United Kingdom», en BODIE, Zvi; MITCHELL, Olivia S., y TURNER, John A. (eds.), *Securing Employer-based Pensions. An International Perspective*, The Wharton School, Pension Research Council Publications y University of Pennsylvania Press, Filadelfia, págs. 33-68.

DE RYCK, Koen (1998), «Asset allocation, financial market behaviour and impact of EU pension funds on European capital markets», en OCDE, *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París, págs. 267-276.

DIRECCION GENERAL DE SEGUROS (1995), *Planes y fondos de pensiones. Memoria estadística de 1995*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

— (1996), *Seguros y fondos de pensiones. Informe de 1996*, Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

DISNEY, Richard (1996), *Can We Afford to Grow Older? A Perspective on the Economics of Aging*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

ELTON, Edwin J., y GRUBER, Martin J. (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5.ª edición, John Wiley and Sons, Nueva York.

FAMA, Eugene F., y FRENCH, Kenneth R. (1988), «Permanent and temporary components of stock prices», *Journal of Political Economy*, vol. 96, n.º 2, abril, páginas 246-273.

FAMA, Eugene F., y SCHWERT, William G. (1977), «Asset returns and inflation», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, páginas 115-146.

FELDMAN, Martin (1995), «Social security and saving: New time series evidence», *Working Paper*, n.º 5281, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

FRIEDMAN, Benjamin M. (ed.) (1985), *Corporate Capital Structures in the United States*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois.

GRISSOM, Terry V., KITTLE, James L., y WALTER, Carl H. (1987), «Diversation works in real estate, too», *The Journal of Portfolio Management*, vol. 13, n.º 2, invierno, págs. 66-71.

GOETZMANN, William N., y LEBBOWITZ, Roger G. (1990), «The performance of real estate as an asset class», *Journal of Applied Corporate Finance*, primavera.

HINDOCHIA, Divyesh (1997), «Pension fund investment in Europe», *Benefits and Compensation International*, julio-agosto, páginas 29-33.

HULL, John C. (1997), *Options, Futures and Other Derivatives*, 3.ª edición, Prentice-Hall, Upper Saddle River, Nueva Jersey.

LEBOWITZ, Roger G., y BRINSON, Gary P. (1993), *Global Investing*, McGraw-Hill, Nueva York.

IPPOLITO, Richard A. (1995), «Toward explaining the growth of defined contribution plans», *Industrial Relations*, vol. 34, número 1, enero, págs. 1-20.

JAMES, Estelle (1994), *Income Security in Old Age*, The World Bank, Washington, D.C.

KOHL, Richard, y O'BRIEN, Paul (1998), «The macroeconomic of ageing, pensions and savings: A survey», *Economic Department Working Paper*, n.º 200, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París.

KOLLIAS, Sotirios (1992), «The liberalization of capital movements and financial services: implications for pension funds», en MORTENSEN, Jorgen (ed.), *The Future of Pensions in the European Community*, Centre for European Policy Studies, Bruselas, págs. 171-179.

LANNOO, Karel (1996), «The draft Pension Funds Directive and the financing of pensions in the EU», *The Geneva Papers of Risk and Insurance*, n.º 78, enero, páginas 114-126.

LEBOWITZ, Martin L., y HENRICKSSON, Roy D. (1988), «Portfolio optimization within a surplus framework», *Financial Analysts Journal*, marzo-abril.

LEVY, Azriel, y GUNTHORPE, Deborah (1993), «Optimal investment proportions in senior securities and equities under alternative holding periods», *The Journal of Portfolio Management*, vol. 19, n.º 4, verano, págs. 30-36.

LEVY, Haim, y SPECTOR, Yishay (1996), «Cross-asset versus time diversification», *The Journal of Portfolio Management*, vol. 22, n.º 3, verano, págs. 24-34.

*Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones (Ley 8/1987, de 8 de junio)*, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 137, de 9 de junio.

MALKIEL, Burton G. (1996), *A Random Walk Down Wall Street*, 6ª edición, W.W. Norton & Company, Nueva York (traducción: *Un paseo aleatorio por Wall Street*, 2.ª edición, 1997, Alianza Editorial, Madrid).

MERTON, Robert C., y SAMUELSON, Paul A. (1974), «Fallacy of the log-normal appro-

ximation to optimal portfolio decision-making over many periods», *Journal of Financial Economics*, págs. 67-94.

MONTELORE i SEBASTIÀ, Joan, y TAHIRAZON RODON, M.ª Antonia (1996), «Planes de pensiones, ahorro y mercado de capitales», *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 56, págs. 34-52.

MORTENSEN, Jørgen (ed.) (1992), *The Future of Pensions in the European Community*, Centre for European Policy Studies, Bruselas.

O'BRIEN, Richard (ed.) (1993), *Finance and the International Economy: 7*, The Amex Bank Review Prize Essays, Oxford University Press, Oxford.

OCDE (1997), *Investisseurs institutionnels. Annuaire statistique*, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París.

— (1998a), *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París.

— (1998b), *Maintaining Prosperity in an Aging Society*, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París.

ODIER, Patrick; SOJNIK, Bruno, y ZUCCHINETTI, Stéphane (1995), «Global optimization for Swiss pension funds», *Finanzmarkt und Portfolio Management*, vol. 9, n.º 2, págs. 210-231.

OLSEN, Kelly, y VANDEHIELE, Jack (1997), «Defined contribution plan dominance grows across sectors and employer sizes, while mega defined benefit plans remain strong: Where we are and where we are going», *Employee Benefit Research Institute Special Report*, n.º SR-33, págs. 1-41.

PDFM (1996), *PDFM Pension Fund Indicators 1996*, PDFM Limited, Londres.

— (1998), *PDFM Pension Fund Indicators 1998*, PDFM Limited, Londres.

PESANIKO, James E. (1996), «The government's role in insuring pensions», en BODIE, Zvi; MITCHELL, Olivia S., y TURNER, John A. (eds.), *Securing Employer-based*

*Pensions. An International Perspective*, The Wharton School, Pension Research Council Publications y University of Pennsylvania Press, Filadelfia, págs. 286-305.

PETERSEN, Mitchell A. (1994), «Cash flow variability and firm's pension choice: A role for operating leverage», *Journal of Financial Economics*, 36, págs. 361-383.

POTERBA, James M., y SUMMERS, Lawrence H. (1988), «Mean reversion in stock prices: Evidence and implications», *Journal of Financial Economics*, vol. 22, págs. 27-59.

*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.

SAMWICK, Andrew A., y SKINNER, Jonathan (1998), «How will defined contribution pension plans affect retirement income?», *Working Paper*, n.º 6645, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

SAMUELSON, Paul A. (1963), «Risk and uncertainty: A fallacy of large numbers», *Scientia*, abril-mayo, págs. 1-6.

— (1989), «The judgement of economic science on rational portfolio management: Indexing, timing and long horizon effects», *The Journal of Portfolio Management*, vol. 16, n.º 1, otoño, págs. 4-12.

— (1994), «The long-term case for equities», *The Journal of Portfolio Management*, vol. 21, n.º 1, otoño, págs. 15-24.

SANJOMELO, Anthony M. (1996), «Comments to "Occupational pension provision in the United Kingdom" by C. D. Daykin», en BODIE, Zvi; MITCHELL, Olivia S., y TURNER, John A. (eds.), *Securing Employer-based Pensions. An international perspective*, The Wharton School, Pension Research Council Publications y University of Pennsylvania Press, Filadelfia, págs. 69-72.

SCHIEBER, Sylvester J., y SIOVEN, John B. (1994), «The consequences of population aging on private pension fund saving and asset markets», *Working Paper*, nú-

mero 4665, 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.

SIEGEL, Jeremy J. (1998), *Stocks for the Long Run*, Irwin, Chicago, Illinois.

SOJNIK, Bruno (1996), *International Investments*, 3.ª edición, Addison-Wesley, Reading, Massachusetts.

SOJNIK, Bruno; BOUCHLETTE, Cyril, y LE FUIH, Yann (1996), «International market correlation and volatility», *Financial Analysts Journal*, septiembre-octubre, págs. 17-34.

STAIKMAN, Meir (1987), «How many stocks make a diversified portfolio?», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, volumen 22, n.º 3, septiembre, págs. 353-363.

STIEH, Benn (ed.) (1996), *The European Equity Markets*, Royal Institute of International Affairs y European Capital Markets Institute, Copenhague.

TURNER, Dave; GIORNO, Claude; DE SERRES, Alain; VOUGR'H, Ann, y RICHARDSON, Pete (1998), «The macroeconomic implications of ageing in a global context», *Economic Department Working Paper*, número 193, Publicaciones de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París.

TURNER, John A., y BELLEH, Daniel J. (eds.) (1992), *Trends in Pensions 1992*, U.S. Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration, Washington, D.C.

VASICEK, Oldrich A. (1977), «An equilibrium characterization of the term structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, págs. 177-188.

VEHLINDEN, Jos (1997), «EU cross-border pension membership: The procession of Echternach?», *Benefits & Compensation International*, noviembre, págs. 18-22.

WEBB, James R. (1990), «On the exclusion of real estate from the market portfolio», *The Journal of Portfolio Management*, volumen 17, n.º 1, otoño, págs. 78-84.

## Resumen

Este trabajo estudia la situación actual y las tendencias futuras de los planes y fondos de pensiones en España, así como su impacto en el ahorro y la inversión de las familias. La gran mayoría de planes de pensiones españoles son de contribución definida, principalmente debido a la coincidencia, en el momento actual, de las ventajas de la contribución definida con los inconvenientes de la prestación definida en los mercados laboral y financiero: pensiones de la seguridad social relativamente elevadas, tendencia a la movilidad laboral e inflación bajo control. Los fondos de pensiones españoles invirtieron principalmente en renta fija desde que comenzaron a operar en 1988 hasta 1995, pero a partir de esa fecha el descenso de los tipos de interés les ha conducido a aumentar moderadamente su inversión en acciones. Las tendencias actuales del mercado financiero y la política monetaria de la UME favorecen la inversión en acciones y obligaciones emitidas por empresas, a expensas de la inversión en deuda pública. El ahorro de las familias debería aumentar para superar el reto planteado por el envejecimiento de la población, no sólo en su vertiente financiera —la crisis de la seguridad social—, sino también en su vertiente real —la reducción de la relación entre individuos activos por cada individuo pasivo, la cual requiere incrementar las inversiones reales a fin de aumentar la productividad y evitar un descenso en el nivel de renta.

*Palabras clave:* fondos de pensiones, planes de pensiones, ahorro de las familias.

## Abstract

This work studies the present situation and future trends of pension plans and pension funds in Spain, and their impact on households savings and investments. The overwhelming majority of Spanish pension plans are defined contribution plans, mainly due to the present coincidence of the advantages of defined contribution with the disadvantages of defined benefit plans in labour and financial markets: Social Security pensions relatively high, labour mobility, and inflation under control. Spanish pension funds have invested almost exclusively in fixed income securities from 1988, when they began to operate, until 1995, but since then the lessening of interest rates has lead them to increase their investments in shares moderately. Present financial market trends and the monetary policy of EMU favour investing in shares and corporate debt at the expense of government bonds. Households savings should increase progressively to overcome the challenge of ageing population, not only on its financial side —Social Security crisis—, but also on its real side —the lessening of the relationship between active and passive individuals, which requires to increase real investments so as to raise productivity and prevent income level from falling down.

*Key words:* pension funds, pension plans, household savings.

*JEL classification:* G23.