

# **Sistemas de reparto versus sistemas de capitalización. Algunas reflexiones críticas.**

María Ángeles Cadarso y Eladio Febrero  
Universidad de Castilla-La Mancha

IX JORNADAS DE ECONOMÍA CRÍTICA  
Madrid, 25-27 de marzo, 2003

ÁREA DE ECONOMÍA MONETARIA Y FINANCIERA

María Ángeles Cadarso  
Área de Teoría Económica  
Facultad de Económicas  
UCLM, campus de Albacete  
Pza. Universidad 1  
02071 Albacete  
Correo-e: [angeles.cadarso@uclm.es](mailto:angeles.cadarso@uclm.es)  
Tel. +34 967 599 200 ext.- 2383

Eladio Febrero  
Área de Teoría Económica  
Facultad de Ciencias Sociales  
UCLM, campus de Cuenca  
Av. Alfares 44  
16071 Cuenca  
Correo-e: [eladio.febrero@uclm.es](mailto:eladio.febrero@uclm.es)  
Tel.- +34 969 179 100 ext.- 4249

## **Resumen**

Las proyecciones demográficas apuntan a un claro envejecimiento de la población en un horizonte 2000 – 2050. De aquí suele inducirse que habrá problemas para pagar las pensiones, dado que el cociente entre pensionistas y ocupados va a aumentar, sobre todo a partir de 2020. Con la finalidad de evitar problemas de solvencia financiera, algunos autores ortodoxos han señalado la conveniencia de transitar desde el presente sistema de reparto, en la versión de «beneficio – definido» hacia un sistema de capitalización, o al menos hacia un sistema mixto.

En el presente trabajo, señalamos que estas propuestas se basan en una concepción *pre-keynesiana* del funcionamiento de los sistemas económicos capitalistas avanzados y que, de seguir esas prescripciones, corremos un serio riesgo de deflación y elevación de las tasas de desempleo, lo que, a su vez, sí daría lugar a problemas serios para poder pagar las pensiones futuras.

Nuestro objetivo ha sido el de criticar los fundamentos en que se basa la recomendación a favor de un sistema de capitalización y no tanto el de proponer una reforma concreta.

**Palabras clave:** sistema de reparto, sistema de capitalización, pensiones, demanda efectiva.

## 1. Introducción.

El alargamiento de la esperanza de vida y la caída de la natalidad a partir de los años ochenta, darán lugar a cambios considerables en la composición demográfica a partir de 2020. Entre ellos, aquí destacamos que el cociente entre los mayores de 65 años y la población potencialmente activa (con edades comprendidas entre los 15 y 65 años) aumentará notablemente.

Los economistas convencionales señalan que cuando el cociente entre pensionistas y ocupados aumente más allá de un determinado límite la recaudación será insuficiente si se continua con un sistema de pensiones de reparto (*pay as you go* en la literatura anglosajona), de modo que deberá ser completada con endeudamiento del sector público. El problema está en que las previsiones apuntan a que ese límite se rebasará con creces, de modo que el presupuesto de la seguridad social está abocado a entrar en un déficit creciente, cuya solución pasaría bien por aumentar considerablemente los impuestos o bien por reducir sustancialmente los beneficios de los pensionistas.

Para evitar esa situación traumática, estos economistas convencionales señalan las bondades de un sistema de capitalización, que consiste esencialmente en que los trabajadores actuales ahorren hasta generar un fondo tal que éste será el que financiará sus propias pensiones cuando se retiren. Entre las ventajas, se suelen apurar: (i) es inmune a cambios demográficos; (ii) permite el pago de mayores pensiones; (iii) aumenta la eficiencia en los mercados de factores; (iv) incrementa la responsabilidad individual, reduciendo problemas de riesgo moral.

El problema para transitar desde un sistema de reparto a otro de capitalización reside en que la generación de ocupados de transición deberá contribuir al pago de las pensiones actuales, al tiempo que ahorrar para crear su propio fondo con el que financiar sus pensiones futuras.

De momento, y aprovechando que el presupuesto de la seguridad social arroja cifras superavitarias, se ha constituido un «fondo de reserva» que se está utilizando para adquirir deuda pública. Este fondo servirá para financiar pensiones cuando el presupuesto pase a números rojos, independientemente de que se continúe con el sistema de reparto, que se decida pasar a un sistema mixto, o a uno de capitalización pura.

En nuestra opinión, las diferentes propuestas de reformas procedentes de los economistas convencionales se basan en planteamientos *pre-keynesianos*. En esencia, el problema se puede reducir a la cuestión: ¿más ahorro conduce a más inversión y

acumulación o, por el contrario, más ahorro da como resultado menor renta y más desempleo?

La Teoría Económica Neoclásica constituye el cimiento teórico de la propuesta de reforma. Y dicha Teoría tiene problemas de tipo metodológico así como contradicciones internas. En esta lógica, atacando la base, en relación con el problema de las pensiones, podremos poner al descubierto las limitaciones de un sistema de capitalización.

Los anglosajones dicen «*You can't beat something with nothing*» (que podríamos traducir libremente como «No podemos criticar una teoría sin disponer de otra»). Para criticar la Teoría Neoclásica, nos apoyaremos en una serie de contribuciones procedentes del grupo Post Keynesiano. Concretamente, en la crítica del capital del Cambridge europeo y en el concepto de dinero endógeno.

## **2. Caracterización de los sistemas de reparto y capitalización.**

En la presente sección, vamos a formalizar las dos alternativas de sistema de pensiones. A continuación intentaremos introducir los cambios demográficos en los resultados formales, para ver qué cambios generan en otras variables. Por último, introduciremos estos últimos cambios en un marco de contabilidad nacional.

### **2.1. Sistemas de reparto**

Seguiremos el planteamiento de Samuelson, 1958. Podemos arrancar suponiendo un modelo de dos generaciones que se solapan; admitiremos una generación de jubilados, que denotaremos con el superíndice  $j$ , y una generación de ocupados, que distinguiremos con el superíndice  $o$ . La población crece a una tasa  $n$ . Los ocupados actuales mantienen a los jubilados actuales: el sistema de pensiones de reparto consiste en un mecanismo de transferencia o redistribución de renta desde los ocupados hacia los jubilados.

Formalmente:

$$[2.1.1] \quad b_t N^j_t = t w_t N^o_t$$

Los ocupados,  $N^o$  mantienen a los jubilados,  $N^j$ . El beneficio que reciben los jubilados,  $b$ , depende tanto de los ingresos de los ocupados,  $w$ , como de la fracción de éstos que transfieren a los jubilados,  $t$ .

Si ahora suponemos que la población crece a una tasa  $n$ :

$$[2.1.2] \quad N^o_t = N^o_{t-1}(1+n)$$

Pero los ocupados de  $t-1$  son los actuales jubilados:

$$[2.1.3] N^o_{t-1} = N^j_t$$

Combinando [2.1.1], [2.1.2] y [2.1.3], tenemos:

$$[2.1.4] b_t N^j_t = t w_t N^j_t (1 + n)$$

Ahora, podemos introducir el supuesto de que la productividad aumenta a una tasa  $z$ , constante y exógena, lo que permite que los ingresos *per capita* vayan aumentando a esa misma tasa. Esto se puede escribir de la forma:

$$[2.1.5] w_t = w_{t-1} (1 + z)$$

de modo que podemos reescribir [2.1.4]:

$$[2.1.6] b_t = t w_{t-1} (1 + n) (1 + z)$$

Y que podemos interpretar de la forma siguiente: los beneficios que obtiene un jubilado actual,  $b_t$ , dependen de la cantidad con la que contribuyó al sistema,  $t w_{t-1}$ , y de las tasas de crecimiento de la población y del progreso técnico. A veces, suele simplificarse

[2.1.6] reescribiendo:

$$[2.1.7] b_t = t w_{t-1} (1 + i_b)$$

siendo  $i_b$  un tipo de interés biológico que surge de sumar las tasas de crecimiento de la población y de progreso técnico. Así, las contribuciones de una generación se recuperan en la generación siguiente, capitalizadas a un interés  $i_b$ .

Alternativamente, podemos interpretar la expresión [2.1.7] como una ecuación de equilibrio financiero del presupuesto de la seguridad social. Si aceptamos que el sistema de reparto adopta una versión del tipo «beneficio-definido»<sup>1</sup>, tenemos que  $b_t$  está previamente definida.<sup>2</sup> El beneficio, generalmente, se vincula al historial laboral pasado del pensionista. En este caso, si el beneficio está determinado previamente, y las variables  $i_b$  y  $w_{t-1}$  son exógenas,  $t$  –la fracción del salario que transfiere a los jubilados mediante impuestos– se convierte automáticamente en la variable endógena.

---

<sup>1</sup> Cf. Lindbeck, 2000, para diferentes tipos de versiones del sistema de reparto así como las consecuencias que los cambios socio-económicos tendrían sobre el equilibrio del presupuesto de la seguridad social.

<sup>2</sup> Para una discusión de las diferentes interpretaciones del sistema de reparto, cf. Cesaratto, 2002. En el presente trabajo, nosotros rechazamos la primera (pues consideramos que el tipo de interés biológico es una ficción incorrecta) y simpatizamos con la tercera: si un sistema opera por debajo de la plena utilización de los recursos, es el gasto en pensiones el que pone en movimiento algunos de ellos. Así, el sistema de reparto no es tanto una carga –extracción de excedente– como un mecanismo de gestión de la demanda agregada con la finalidad de poner en funcionamiento más recursos productivos y generar más excedente. Ver, en cualquier caso, más adelante en este trabajo.

### 2.1.1. ¿Qué ocurre cuando se reduce la tasa de crecimiento de la población y se alarga la esperanza de vida?

Cuando disminuye  $n$  se reduce simultáneamente el tipo de interés biológico  $i_b$ . Por otro lado, cuando se alarga la esperanza de vida, cada ocupado deberá *mantener* a los mismos jubilados durante más tiempo.<sup>3</sup>

Si se reduce  $n$  y se alarga la esperanza de vida y, además, se quiere mantener la condición de equilibrio financiero, o bien se reducen los beneficios o bien habrán de aumentarse las contribuciones al sistema,  $t$ .

Ante estos problemas, las soluciones para mantener el equilibrio financiero de un sistema de reparto pasan por:

- a) retrasar la edad de jubilación;
- b) aumentar las contribuciones,  $t$ ;
- c) reducir los beneficios,  $b$ .

Podríamos añadir una cuarta alternativa para sostener el equilibrio: fomentar la inmigración y su integración en el mercado laboral. Si bien esto conllevaría una ventaja adicional, puesto que los inmigrantes han venido mostrando tasas de natalidad más elevadas, esta solución no está exenta de problemas, derivados de las complicaciones de su integración. No profundizaremos más en esta cuestión, si bien reconocemos que su importancia va a ser creciente por diferentes motivos –incluyendo el que nos concierne en el presente trabajo– a medida que vaya pasando el tiempo.

Por último, señalamos que si la propensión a ahorrar de los jubilados es nula, o al menos inferior a la de los ocupados, el ahorro nacional va a reducirse cuando la masa de pensiones sobre el output total aumenta.

### 2.2. Sistemas de capitalización.

Volvemos a asumir un modelo de dos generaciones que se solapan. Pero ahora asumimos que los jubilados son los propietarios del stock de capital. Estos contratan a los ocupados actuales. Dichos ocupados ahorran durante su etapa laboral activa y con dichos ahorros adquieren el capital de los jubilados justo en el momento que éstos mueren y que aquellos pasan a ocupar su situación. Vamos a introducir a continuación estas hipótesis en un modelo de crecimiento neoclásico, tipo Solow, 1956.

---

<sup>3</sup> Probablemente, este segundo cambio se ve más claramente en la expresión (2.1.1), donde si  $b_t$  está dado, al aumentar el cociente ( $N_t^j / N_t^o$ ), deberá aumentar  $t$  si se desea mantener el equilibrio financiero.

(i) La tecnología.

Supondremos una función de producción *de buen comportamiento*, que cumple las condiciones de Inada (cf. Jones, 1974). Bien puede valer nos como ejemplo la típica función de producción de tipo Cobb-Douglas, con rendimientos constantes de escala:

$$[2.2.1] Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

(ii) Los factores productivos.

Los factores productivos a considerar serán el capital  $K$  y el trabajo  $L$ . Aquí vamos a separarnos un poco del modelo de Solow, si bien permaneceremos fieles a su filosofía en lo esencial. Como hemos apuntado arriba, supondremos que en cada momento del análisis conviven dos generaciones: jubilados y ocupados. Inicialmente, admitiremos que el número de años de vida laboral activa de un individuo representativo es igual al de años que vive jubilado. Más tarde *violaremos* este supuesto. Supondremos, también, que los jubilados son los propietarios del stock de capital (como consecuencia de los ahorros realizados durante su vida laboral activa previa). Estos jubilados contratan a los trabajadores jóvenes para obtener la producción,  $Y$ . Asumimos también que la población crece a una tasa constante  $n$ .

(iii) La distribución.

Asumiremos, siguiendo a Solow, una teoría de la distribución basada en la productividad marginal de los factores. Si los jubilados son los propietarios del capital, obtendrán todo el beneficio. Los jóvenes, al ser dueños del trabajo percibirán la masa salarial.

(iv) El gasto.

Los jubilados van a gastar todo el beneficio en bienes de consumo. A esto, y con la finalidad de que maximicen su bienestar, añadiremos que también consumen el valor correspondiente al stock de capital, que es de su propiedad. Esto, como veremos a continuación, no quiere decir que consuman el propio capital. Por otro lado, los trabajadores van a consumir una fracción de sus ingresos (esto es, sus salarios) y otra parte la ahorrarán. Seguiremos aquí, en aras a la simplicidad, la *hipótesis keynesiana* de Solow que consiste en asumir una propensión media y marginal constante a consumir de los trabajadores. Para que lo que sigue tenga sentido, debemos asumir que el salario percibido por los trabajadores mientras que son laboralmente activos, ha de ser superior al stock de capital con el que trabajan (cf. Cesaratto, 2002, pág. 152). El ahorro será el

necesario para *convertirse* en capitalistas cuando se jubilen, y, además, para poder mantener constante la relación capital trabajo si la población crece.

Formalización.

El consumo de los jubilados es:

$$[2.2.2] C_t^j = rK_t + K_t$$

siendo  $r$  la productividad marginal del capital. Su ingreso procede de la percepción de beneficios, al ser los capitalistas del sistema. Por lo tanto, su ahorro es  $-K_t$ .

El consumo de los ocupados es:

$$[2.2.3] C_t^o = c_w w L_t$$

siendo  $c_w$  un parámetro constante, comprendido entre 0 y 1.

El nivel de producción viene determinado por [2.2.1].

Todo el ahorro se transforma automáticamente en inversión. El ahorro total del sistema es, obviamente, la suma del ahorro de los ocupados y de los jubilados:

$$[2.2.4] S_t = s_w w L_t - K_t$$

Si dividimos [2.2.4] por  $L_t$  y aplicamos la condición de que ahorro es igual a inversión:

$$[2.2.5] s = \frac{S_t}{L_t} = s_w w - k_t = i = \frac{I_t}{L_t}$$

Por Solow, *op.cit.*, sabemos que:

$$[2.2.6] i = \frac{I}{L} = \dot{k} + nk$$

siendo  $\dot{k}$  la derivada de la relación capital trabajo ( $k$ ) con respecto al tiempo.

Bajo la hipótesis de rendimientos constantes de escala y decrecientes de los factores, llegamos a la conclusión de que el equilibrio se encuentra cuando:

$$[2.2.7] \dot{k} = 0$$

Combinando [2.2.5], [2.2.6] y [2.2.7] obtenemos:

$$[2.2.8] s_w w - k = nk$$

Esta expresión podemos escribirla de la forma siguiente:

$$[2.2.9] s_w (f(k) - rk) = (1 + n)k$$

siendo  $r$  la productividad marginal del capital. Podemos interpretar la expresión [2.2.9] de la forma siguiente: en el equilibrio de largo plazo, el ahorro de los trabajadores ha de ser suficiente para adquirir el capital con el que trabajan y, además, permitir que la

generación siguiente de ocupados trabaje con una relación capital trabajo similar a la presente.

### 2.2.1. ¿Qué ocurre cuando se reduce la tasa de natalidad?

La respuesta es obvia: se reduce  $n$  en [2.2.9]. Esto va a dar lugar a que, dada la tecnología y la propensión a ahorrar de los trabajadores, la relación capital trabajo va a ser mayor en el nuevo equilibrio. También será mayor el output *per capita* y el salario, si bien la productividad marginal del capital será menor.

### 2.2.2. ¿Qué ocurre cuando se alarga la esperanza de vida de los jubilados?

En este caso, la respuesta no es tan obvia. En la deducción anterior, hemos admitido que el número de años que un agente pasa jubilado es igual al que pasa trabajando. Ahora, si se prolonga la esperanza de vida, podemos plantear la siguiente situación: supondremos, por simplicidad, que el número de años de jubilado ahora es igual a dos veces el número de años ocupado. El cambio principal con respecto a la situación descrita arriba reside en que ahora los jubilados deberán *repartirse* el stock de capital del que son propietarios durante dos períodos, con la finalidad de garantizarse unos ingresos para la última etapa de su vida. Asumiremos que los ocupados siguen manteniendo su propensión media y marginal a ahorrar,  $s_w$ , constante.

Así, primero distinguiremos entre jubilados en primera etapa, utilizando el superíndice  $j1$ , y jubilados veteranos, utilizando el subíndice  $j2$ . El consumo de los jubilados  $j1$  será:

$$[2.2.10] \quad C^{j1} = rK + qK = K(r + q)$$

Si su ingreso es igual al beneficio,  $rK$ , entonces su ahorro será:

$$[2.2.11] \quad S^{j1} = -qK$$

En cuanto al gasto de los jubilados veteranos,  $j2$ :

$$[2.2.12] \quad C^{j2} = r(1 - q)K + (1 - q)K = (1 - q)K(1 + r)$$

siendo  $\delta$  el cociente entre el número de años de vida como ocupado y como jubilado. En nuestro caso simplificado,  $\delta = 1/2$ . Aquí hemos asumido que el jubilado representativo consume la mitad del capital en la fase  $j1$  y la otra mitad en  $j2$ . Si bien podríamos haber asumido combinaciones diferentes, este supuesto tiene la ventaja de la simplificación y, además, ocurre que las conclusiones básicas del modelo no se van a alterar de un modo radical.

Ahora el ahorro de los jubilados veteranos será:

$$[13] \quad S^{j2} = -(1 - q)K$$

El consumo y el ahorro de los ocupados, en principio, no se altera.<sup>4</sup> En este caso, la expresión [2.2.4] anterior, correspondiente al ahorro del sistema económico en cada período, una vez alcanzado el nuevo equilibrio, será:

$$[2.2.4. bis] \quad S = s_w wL - qK - (1 - q)K = s_w wL - K$$

que es la misma que [2.2.4]. Aquí vemos claramente que el valor que pueda tomar  $\delta$  (comprendido entre cero y uno) no afecta a los resultados del modelo a largo plazo, aunque, como veremos un poco más adelante, puede afectar a los valores relevantes durante la transición.

En el caso en que los ocupados decidiesen aumentar su ahorro durante la vida laboral activa, sólo tendríamos que modificar  $s_w$  en [2.2.4. bis].

### 2.2.3. ¿Qué ocurre con la relación capital trabajo en la transición, cuando se alarga la esperanza de vida?

Durante la transición al nuevo equilibrio sí que podemos esperar que aumente la relación capital trabajo, puesto que el ahorro neto del sistema va a ser superior. La razón está en que los jubilados  $j1$  no van a vender todo su capital en un período para poder financiar su consumo durante  $j2$ . Así, la parte correspondiente del ahorro de los activos, que iba a destinarse a adquirir ese capital, puede utilizarse para comprar capital “producido en el año”.

Pero, si consideramos que la esperanza de vida se alarga “de una vez para siempre” el sistema va a ir convergiendo a una relación capital trabajo (y, por ende, a una relación capital producto y un nivel de producto *per capita*) como la inicial.

Y en el caso en que la propensión a ahorrar de los laboralmente activos,  $s_w$ , aumente para garantizar un mayor bienestar durante la etapa de jubilado<sup>5</sup>, entonces sí que la relación capital trabajo pasará a un valor superior.

### 2.2.4. Una breve nota sobre bienestar

Si aumenta  $s_w$ , y partimos de un punto de equilibrio donde la productividad marginal del capital es superior a la tasa de crecimiento de la población, entonces aumentará el bienestar, puesto que el punto de partida estaba a la izquierda de la relación capital trabajo correspondiente a la *Regla de oro de la acumulación*. Puede comprobarse que si  $df(k)/dk > n$ , entonces un aumento de la acumulación resulta en un aumento del

---

<sup>4</sup> Sería razonable admitir que, ante la previsión de una esperanza de vida más larga, la propensión a ahorrar aumente durante la vida laboral activa. Consideraremos más adelante este supuesto y veremos que no se alteran las conclusiones básicas de un modo radical.

<sup>5</sup> Cf. Feldstein, 1974.

producto por trabajador mayor que  $nk$  (la ampliación de capital), por lo que el consumo *per capita* aumenta.

### 3. Proyecciones demográficas y macroeconómicas.

Ofrecemos en primer lugar datos correspondientes a variables demográficas que cubren el período 1980-2050. Disponemos de diferentes proyecciones y que arrojan cifras diferentes, sobre todo para los últimos años. Utilizaremos las de Herce y Meseguer (2000, págs. 44-45) que incluyen información sobre emigrantes. Los datos correspondientes a 1980 y 1990 proceden de las estimaciones intercensales del INE.

Cuadro 1								
Proyecciones de población (miles) y tasas de dependencia (%). España 2000-2050								
	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	2050
<b>Pobl. Total</b>	37.527	38.875	39.983	40.536	40.631	40.158	40.046	38.908
<b>0-14 años</b>	9.729	7.573	6.283	6.314	6.236	5.401	5.463	5.391
<b>15-64 años</b>	23.590	25.941	26.861	26.741	26.062	24.848	22.906	21.530
<b>65 y más</b>	4.208	5.360	6.839	7.481	8.333	9.909	11.677	11.986
<b>t.d. jóvenes (a)</b>	41,2	29,2	23,4	23,6	23,9	21,7	23,8	25,0
<b>t.d. mayores (b)</b>	17,8	20,7	25,5	28,0	32,0	39,9	51,0	55,7
<b>t.d. demográf. (c)</b>	59,1	49,9	48,9	51,6	55,9	61,6	74,8	80,7

(a) población de entre 0 y 14 por cada 100 personas de entre 15 y 64  
 (b) población de 65 años o más por cada 100 personas de entre 15 y 64  
 (c) población de entre 0 y 14 más la de 65 o más por cada 100 personas de entre 15 y 64  
 Fuente: Proyecciones de población Herce y Meseguer, 2000.

Vemos que la población total aumenta desde 1980 hasta 2020 y luego comienza a disminuir. El grupo con edades comprendidas entre 0 y 14 años disminuye durante todo el período. El grupo de edades 16-64, esto es, la población potencialmente activa tiene un comportamiento similar a la población total. Se desvía del grupo anterior por la entrada de inmigrantes. Y respecto al grupo de mayores de 64, tenemos que aumenta durante todo el período. La tasa de dependencia de mayores aumenta durante todo el período, pero remarcamos que entre 2010 y 2050 se duplica (de 28,0 a 55,7).

A continuación ofrecemos datos correspondientes a un escenario macroeconómico referido al mismo período que el del Cuadro 1 (*supra*).

<b>Cuadro 2</b>								
<b>Escenario macroeconómico</b>								
	<b>1980</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2010</b>	<b>2020</b>	<b>2030</b>	<b>2040</b>	<b>2050</b>
<b>Tasa actividad (%)</b>	56,9	59,6	61,5	64,8	68,2	70,0	72,5	75,0
<b>Pobl. Activa (miles)</b>	13.427	15.466	16.520	17.328	17.774	17.394	16.607	16.148
<b>Tasa paro (%)</b>	11,4	16,2	14,1	5,9	4,0	3,0	3,0	3,0
<b>Ocupados (miles)</b>	11.895	12.956	14.190	16.306	17.063	16.872	16.109	15.663
<b>Pdtvdad. L (% crec anual)</b>		2,1	1,0	2,2	2,9	3,0	3,0	3,0
<b>PIB (% crec anual) (*)</b>		3,0	1,9	3,6	3,4	2,9	2,5	2,7
<b>PIB (2000=100) (**)</b>	61,7	82,7	100,0	142,4	198,1	263,3	338,3	442,5
(*) El crecimiento anual del PIB se ha calculado sumando las tasas acumuladas de crecimiento del empleo y la productividad aparente anualizadas.								
(**) Asumimos que el PIB toma un valor 100 en el año 2000 y los valores para los años sucesivos representan el valor de esta variable en términos reales.								
Fuente: elaboración propia a partir de Herce y Meseguer, 2000.								

Los comentarios más relevantes son los siguientes: (i) se asume que la tasa de actividad asciende progresivamente hasta alcanzar el 75% de la población potencialmente activa en 2030; (ii) la tasa de paro va reduciéndose hasta alcanzar el pleno empleo en 2020 (4%) y llegar en 2030 al 3%; (iii) en cuanto a la productividad, con la excepción de la década correspondiente a 2000, oscila entre el 2 y el 3%; siguiendo a Herce y Meseguer hemos asumido que cuando el número de ocupados disminuye, esto se ve compensado hasta cierto punto por un aumento de la productividad. Desde luego, hemos de admitir que las proyecciones de la tasa de paro y de la productividad son ciertamente optimistas.<sup>6</sup>

Una vez disponemos de las proyecciones demográficas y macroeconómicas, procedemos a estudiar la viabilidad del sistema. Dicha información se recoge en el Cuadro 3 a continuación.

<sup>6</sup> Debemos informar que en Herce y Meseguer, *op.cit.*, se asume una tasa de crecimiento del PIB constante del 3% hasta 2026; disminuye suavemente hasta el 2,2% en 2039 y luego se recupera hasta alcanzar el 2,7% en 2050. Nosotros hemos modificado ligeramente estas cifras porque no nos parece razonable admitir que la productividad va a ser mayor en 2050 que en 2020, cuando la población esté muy envejecida y la demanda agregada esté muy sesgada hacia actividades con tasas de crecimiento de la productividad que, en la actualidad, son muy reducidas (p.ej. servicios asistenciales domiciliarios).

Cuadro 3								
Viabilidad del sistema								
	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	2050
1. PIB por ocupado (2000=base 1)	0,74	0,91	1	1,24	1,65	2,21	2,98	4,01
2. PIB por habit. > 14 años (2000=base 1)	0,892	0,976	1,000	1,221	1,614	2,147	2,904	4,031
3. Salario x ocupado (66%PIB/L)	0,491	0,604	0,667	0,826	1,098	1,477	1,987	2,673
4. Pensión x jubilado (75% w neto t-10)	0,295	0,284	0,355	0,357	0,485	0,627	0,804	1,026
5. N°. Pensiones (miles)	4724	6003	7635	8194	9233	10893	12393	12674
6. Pensionistas / Ocupados	0,40	0,46	0,54	0,50	0,54	0,65	0,77	0,81
7. Pobl. Total / Ocupados	3,15	3,00	2,82	2,49	2,38	2,38	2,49	2,48
8. Carga financiera s/ ocup. (*)	0,24	0,22	0,29	0,22	0,24	0,27	0,31	0,31
9. Pensiones / PIB	0,13	0,15	0,19	0,14	0,16	0,18	0,21	0,21
10. Salario neto x ocupado (**)	0,378	0,473	0,476	0,647	0,836	1,072	1,369	1,842
(*) Porcentaje del salario x ocupado destinado al pago de pensiones, de modo que todo pensionista cobre el 75% del salario neto de contribuciones de un ocupado del período anterior.								
(**) Salario x ocupado (t) – 75% (Pensionistas / Ocupados) Salario neto x ocupado (t-10).								
Fuente: elaboración propia a partir de Herce y Meseguer, 2000.								

En esta tabla, hemos asumido que la masa salarial se mantiene constante en 2/3 del PIB total. La pensión por jubilado se ha estimado en un 75% del salario neto de contribuciones al sistema en la década anterior. El salario neto por ocupado de cada período se ha calculado como el salario bruto, menos la pensión del jubilado actual multiplicada por el cociente entre pensionistas y ocupados. El apartado 8, de pensiones sobre PIB, nos informa del valor de la  $t_t$  en el sistema de reparto, imponiendo la condición de equilibrio financiero. Es decir, nos indica la proporción del PIB que debe destinarse a pago de pensiones, de modo que el presupuesto de la seguridad social se mantenga en equilibrio. Esta cifra es sistemáticamente más elevada que la que proporcionan otras estimaciones (cf. Herce *et al.* 1996, donde, por ejemplo, para 2000, el gasto en pensiones supone aproximadamente el 10,5%).<sup>7</sup> De acuerdo con nuestros cálculos, nuestra cifra «Pensiones / PIB» podría reducirse incrementando el número de cotizantes (incluyendo un porcentaje de parados y población no activa –p.ej. reclusos en centros penitenciarios– a los que el INEM ha venido *pagando* la cotización) y reduciendo el porcentaje del 75% sobre el salario neto anterior. En cualquier caso, lo que a nosotros nos interesa más es la evolución de la cifra a lo largo del tiempo y no tanto el valor absoluto del porcentaje. En este sentido, vemos que el peso de las

<sup>7</sup> Puede comprobarse que la pensión media en 2000 está aproximadamente en el 100% del PIB *per capita*. Esto es mucho, ciertamente. Boldrin *et al.* 1997, pág. 2 apunta que en 1994 la pensión media era sólo el 47% del PIB *per capita*, si bien la media europea, a la que se asume que convergemos, era en ese período del 62%.

pensiones en el PIB total aumenta desde 1980 hasta 2000, para luego reducirse en la década siguiente hasta un nivel similar al de 1980. A partir de 2010, el peso aumenta continuamente hasta llegar al 21% del PIB en 2040, valor que se repite en 2050.

Si asumimos, por el contrario, que el número de cotizantes se calcula como el total de los ocupados, más el 60% de los parados a quienes les practica la contribución el INEM, y que la pensión supone el 65% del salario neto de contribuciones del período anterior, obtenemos los siguientes resultados:

<b>Cuadro 3.bis.</b>								
<b>Viabilidad del sistema</b>								
	<b>1980</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2010</b>	<b>2020</b>	<b>2030</b>	<b>2040</b>	<b>2050</b>
<b>1. Pensión x jubilado 65%w neto w (t - 10)</b>	0,199	0,267	0,321	0,331	0,433	0,565	0,727	0,935
<b>2. N°. Pensiones</b>	4724	6003	7635	8194	9233	10893	12393	12674
<b>3. N°. Afiliados</b>	12814	14462	15588	16919	17490	17185	16408	15954
<b>4. Pensiones / Afiliados</b>	0,37	0,42	0,49	0,48	0,53	0,63	0,76	0,79
<b>5. Carga financiera s/ ocup. (*)</b>	0,16	0,20	0,26	0,20	0,21	0,25	0,28	0,28
<b>6. Pensiones / PIB</b>	0,08	0,12	0,16	0,13	0,14	0,16	0,18	0,19
<b>7. Salario neto x ocupado (**)</b>	0,411	0,493	0,510	0,666	0,870	1,118	1,438	1,930
(*) Porcentaje del salario x ocupado destinado al pago de pensiones, de modo que todo pensionista cobre el 65% del salario neto de contribuciones de un ocupado del período anterior.								
(**) Salario x ocupado (t) – 65% (Pensionistas / Afiliados) Salario neto x ocupado (t-10).								
Fuente: elaboración propia a partir de Herce y Meseguer, 2000.								

El lector puede comprobar que la evolución de la variable (Pensiones / PIB) es paralela en ambos cuadros, siendo la correspondiente al 3.bis inferior en todo el período entre dos y tres puntos porcentuales aproximadamente.

Si las previsiones se cumplen, es razonable admitir que el presupuesto de la seguridad social presente un superávit hasta 2020, pudiendo deteriorarse las cuentas a partir de esa fecha. Sin embargo, ateniéndonos a los datos del Cuadro 3.bis, las pensiones en 2030 supondrán igual porcentaje de PIB que en 2000, siendo en 2050 tres puntos porcentuales mayor. Y esto, con un salario neto de contribuciones que, en 2050, ¡es un 378% superior!<sup>8</sup> Respecto a la carga financiera sobre ocupado, los comentarios son similares.

Así, tenemos que, de acuerdo con las previsiones demográficas y macroeconómicas, consideramos que el sistema de pensiones de tipo reparto no está en una situación tan alarmante como a veces se nos quiere hacer creer. No obstante, debemos recordar que las hipótesis sobre las que se ha construido la proyección macroeconómica son

<sup>8</sup> En el caso de los datos del Cuadro 3, el salario neto de 2050 sería un 387% con respecto al de 2000.

ciertamente optimistas. A nuestro juicio, debería hacerse más hincapié en alcanzar los objetivos de un 75% de tasa de actividad, un 3% de desempleo y una tasa de ganancia de productividad del 3%, al tiempo que ir incorporando paulatinamente a la población inmigrante al mercado laboral.

Por último, añadimos que tanto los datos del Cuadro 3 como los del 3.bis se han basado en un sistema de reparto, en la versión «beneficio-definido». No se han realizado las proyecciones de acuerdo con un sistema de capitalización porque (i) son mucho menos fiables y (ii) como apuntaremos en la siguiente sección, la base teórica para su realización es sumamente débil.

#### **4. ¿Por qué preferir un sistema de capitalización a uno de reparto?**

Los economistas convencionales insisten en que es necesario ir pensando en constituir un sistema de pensiones de capitalización y, además, cuanto antes mejor, dado que el problema demográfico está muy próximo en el tiempo. Pero, ¿por qué prefieren este sistema?

Además de porque es inmune a cambios demográficos, el argumento más importante, según deducimos de la literatura sobre el tema, es el siguiente: la existencia de un sistema de seguridad social de reparto incide negativamente en el ahorro nacional, por dos motivos: (i) la gente tiene menos incentivos a ahorrar si saben que el estado pagará sus pensiones en el futuro y (ii) la gente tiene incentivos a retirarse del mercado laboral antes de tiempo si sabe que cobrará una pensión futura, y tiene cubierto el ingreso durante el período de retiro y el de cobro de jubilación. Por el contrario, en un sistema de capitalización el ahorro neto sería superior, dando lugar a una mayor acumulación de capital. Y un mayor stock de capital permite obtener un output *per capita* mayor. Los salarios también serán mayores y el tipo de beneficio sería inferior. La oferta de trabajo también sería superior, pero este efecto sería poco importante en agregado (cf. Feldstein, 1974).

Además, en un sistema de reparto, las pensiones no pueden crecer más de lo que lo hace el PIB, mientras que en el de capitalización la rentabilidad vendría dada por la productividad marginal del capital. Si ésta es mayor que la tasa de crecimiento de la población (más el progreso técnico), no sólo el ahorro es más rentable sino que un

aumento del ahorro, además, va a redundar en un mayor bienestar (Feldstein, 1995; Jones, 1974).<sup>9</sup>

## 5. Problemas teóricos implícitos del sistema de capitalización.

Los economistas ortodoxos se han mostrado partidarios de un sistema de capitalización frente a uno de reparto por diferentes motivos.<sup>10</sup> Pero, en nuestra opinión, dicha propuesta, imbricada en la Teoría Económica Neoclásica, tiene una serie de problemas que nosotros, a falta de mejor criterio hemos clasificado en problemas fuertes y débiles.

### 5.1. *Un problema fuerte.*

Como vamos a ver a continuación, el principal problema de **la propuesta «pro-capitalización»** es que **da por asegurado** que con este sistema, el ahorro nacional va a incrementarse y que todo este **ahorro va a convertirse en inversión**, aceptando implícitamente que el **nivel de producción será el de pleno empleo, independientemente del volumen de ahorro** (cf. Cesaratto, 2002, pág. 171 y ss.).

En nuestra opinión, el grupo Post Keynesiano ha desarrollado un par de críticas muy serias al argumento Neoclásico de que el ahorro determina la inversión: la crítica del capital, (cf. Sraffa, 1960, Garegnani, 1970, Harcourt, 1972) y la cuestión del dinero endógeno (desarrollada por los autores Post Keynesianos –Moore, 1988– y autores de la escuela franco-italiana del circuito –Graziani, 1990, Lavoie, 1992; 1996, y Rochon, 1999–).

Vamos a ver a continuación que ambas críticas se complementan para rechazar la relación Neoclásica entre el ahorro y la inversión, así como que una economía tiende naturalmente a una posición de pleno empleo.

Las modernas aportaciones de los nuevos keynesianos<sup>11</sup> (cf. Clarida, Galí y Gertler, 1999; Romer, 2000) pueden presentarse, de un modo muy sintético, por medio de las siguientes ecuaciones:

$$(5.1.1) \quad Y = f(X, r)$$

---

<sup>9</sup> Los economistas «ultra-liberales» añadirían que un sistema de capitalización permite reducir el presupuesto de la seguridad social, reduciendo la presencia del estado en la economía.

<sup>10</sup> Posiblemente, a nivel internacional, el autor más relevante en esta cuestión sea Martin Feldstein. Su artículo seminal y todavía pionero data de 1974. Quizá merezca citarse, por tratar más detalladamente otras cuestiones relevantes para el problema que nos concierne, Feldstein y Liebman, 2001, así como otros trabajos disponibles en la página web del NBER.

<sup>11</sup> Como es bien sabido, los Nuevos Keynesianos admiten las conclusiones de Keynes a corto plazo, si bien basándose en fundamentos microeconómicos, pero consideran que, a largo plazo, los sistemas económicos se ajustan a lo postulado en el modelo de equilibrio general walrasiano (cf. por ejemplo, Lindbeck, 1993, pág. 66).

$$(5.1.2) \quad P - P^e = g(Y - Y^*)$$

$$(5.1.3.a) \quad i = r^* + P$$

$$(5.1.3.b) \quad i = r^* + P + a(Y - Y^*) + b(P - P^*)$$

donde la expresión (5.1.1) es una IS, siendo  $X$  el gasto autónomo y  $r$  el tipo de interés real; (5.1.2) es una curva de Phillips ampliada; (5.1.3.a) es una típica ecuación de Fisher, siendo  $P$  el nivel de inflación. Alternativamente, podemos utilizar una regla de Taylor simplificada como (5.1.3.b), donde  $r^*$  es el tipo de interés *natural* (Wicksell, 1898); el resto de la notación es obvia. Ambas expresiones, 5.1.3.a ó 5.1.3.b admiten implícitamente el concepto de dinero endógeno (cf. Fontana y Palacio Vera, 2002)<sup>12</sup>.

En estos modelos, si los agentes deciden aumentar el ahorro a partir de su renta corriente, entonces la IS se desplaza hacia la izquierda y abajo en un diagrama interés real – output ; si partimos de una situación de equilibrio, esto dará lugar a una reducción del producto con respecto al de equilibrio (correspondiente a la NAIRU) y también del ahorro.<sup>13</sup>

Con la finalidad de compatibilizar resultados keynesianos a corto plazo con resultados clásicos a largo, a continuación se considera que la inflación se reduce (expresión (5.1.2) *supra*), lo que permite al banco central reducir el tipo de interés nominal y también el real (expresión (5.1.3)); dado que se admite una curva de demanda de inversión de buen comportamiento, a menor tipo de interés real, mayor volumen de inversión que conduce la demanda de bienes y servicios de nuevo al nivel de output de equilibrio.<sup>14</sup>

Debería notarse que **en el corto plazo** ocurre que **mayor ahorro no conduce a más inversión**, ajustando ambas variables el tipo de interés. La IS, como es bien sabido, se deriva de un modelo renta – gasto, que es esencialmente keynesiano, donde la inversión determina la renta y esta, a su vez, determina el volumen de ahorro. Así, si se decide aumentar el ahorro, esto **no** significa que algo previamente producido y no consumido se vaya a invertir al tiempo que se reduce el tipo de interés, sino que **un mayor ahorro resulta en menor producción y renta, generando desempleo**. Si y sólo si (1) se reduce la inflación a medida que aumenta el desempleo y (2) admitimos una función de

<sup>12</sup> La LM es remplazada por la expresión (5.1.3.a) o la (5.1.3.b). Esto implica que estos Nuevos Keynesianos admiten implícitamente la endogeneidad de la oferta monetaria. Sin embargo, esto no garantiza una fácil convergencia con los Post Keynesianos.

<sup>13</sup> Como es bien sabido, en los modelos renta-gasto la inversión suele adoptar un carácter exógeno; vía multiplicador, ésta determina la renta y el ahorro queda determinado con carácter residual.

<sup>14</sup> Esta descripción analítica descansa en Romer, 2000.

demanda de inversión de buen comportamiento, entonces volveremos al equilibrio de pleno empleo, a medida que el banco central va reduciendo el tipo de interés nominal, y con una dotación de capital por trabajador mayor que la inicial.

Por otro lado, **en el largo plazo** (cf. por ejemplo, Solow, 1956), el nivel de producción está determinado exclusivamente por cuestiones de oferta. La política monetaria es neutral y las expectativas juegan un papel irrelevante. Una vez definido el nivel de producción como aquel correspondiente al pleno empleo de los factores productivos y al uso eficiente de las técnicas de producción, **lo que no es consumido en el presente es automáticamente convertido en inversión**. Si el ahorro aumenta, pasaremos a un nuevo equilibrio de largo plazo **con un tipo de interés inferior**, determinado por la productividad marginal del capital, **una relación capital trabajo mayor y un output per capita mayor** (cf. Feldstein, 1974, en relación con el problema de los sistemas de pensiones). En el largo plazo **no hay problemas de demanda efectiva**. En este horizonte temporal, se razona en términos de una economía de *trueque*, esto es, el dinero es completamente neutral, de modo que el ahorro se produce en términos de bienes previamente producidos. Esto se *puede* hacer si y sólo si se admite que el dinero es neutral; el tipo de interés monetario es remplazado por la productividad marginal del capital. Y la única cuestión macroeconómica es la referente a la determinación del nivel absoluto de precios. Si, alternativamente, se desea introducir **el dinero en la escena neoclásica del largo plazo**, éste **adopta un carácter exógeno**: así, un mayor ahorro va a dar lugar a un aumento de los depósitos bancarios. Los bancos, persiguiendo el máximo beneficio, y de acuerdo con la teoría de los fondos prestables (cf. Realforzo, 1998, capítulo 3), van a preferir prestar esos depósitos a un tipo de interés más reducido. De nuevo, bajo la hipótesis de una curva de demanda de inversión de buen comportamiento, va a haber siempre algún prestatario a tomar en préstamo dichos depósitos previamente creados. Lamentablemente, esta historia se basa en la noción de dinero exógeno que es absolutamente **incompatible con la de dinero endógeno adoptada para el corto plazo**.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Según la teoría de los fondos prestables, un aumento del ahorro nacional debido, por ejemplo, a un superávit fiscal, provocaría un *crowding in*, beneficiando la inversión privada al reducirse los tipos de interés. Por el contrario, los partidarios de la Teoría Monetaria del Circuito han mostrado que un aumento del ahorro, debido a un superávit fiscal por ejemplo, dificulta la devolución de las deudas bancarias a las empresas endeudadas. Como apunta Lavoie, 1992, pág. 168: "... [G]overnment deficits relax the financial constraints that firms may be facing because of conventional rules. There is crowding in, not crowding out. That a sector (government) accepts getting into deficit spending allows the other sectors to increase their surpluses (savings)."

Una vez hemos visto el problema metodológico del salto desde el corto al largo plazo en la Teoría Neoclásica, volvemos al modelo de corto plazo. Y podemos preguntarnos ¿qué ocurre si la «demanda de inversión» carece de fundamento teórico, como demostraron las **controversias sobre el capital?** (cf. *supra*). Y ¿qué ocurre cuando **la inflación no está causada por presiones procedentes de la demanda agregada** (cf. p.ej. Galbraith, 1997)? En este caso, no tendríamos ninguna garantía de que un aumento del ahorro resulte en un aumento de la acumulación y, por tanto, de la relación capital trabajo ni de que tendamos continuamente al pleno empleo.

### 5.2. La cuestión del fondo de reserva.

Ante el convencimiento de las dificultades por las que pasará el sistema de reparto en el futuro, y dada una situación actual de superávit en el presupuesto de la seguridad social, se ha convenido que dicho superávit se dedique a la adquisición de títulos de deuda pública en el presente, con la finalidad de que pueda ayudar a mitigar las dificultades financieras futuras del sistema de pensiones.

Dicho argumento se basa fuertemente en la idea de que una economía tomada en agregado puede ahorrar hoy para financiar consumo futuro, de igual modo que podría hacerlo un individuo particular.

A nuestro juicio, este argumento *pre-keynesiano* es erróneo porque cae en la bien conocida falacia de composición. Con la finalidad de exponer nuestra crítica de un modo lo más sencillo posible, podemos acudir a la siguiente formalización, propuesta por Cesaratto, 2002, pág. 151. Supongamos una economía cerrada. Estamos en un sistema de reparto, y separamos el presupuesto de la seguridad social del presupuesto general. Por simplicidad, también asumiremos que los jubilados sólo perciben ingresos procedentes de sus pensiones y que su propensión a ahorrar es nula.

Partimos de la expresión de equilibrio contable macroeconómico:

$$(5.2.1) \quad Y = C + I + G$$

Y proponemos las siguientes definiciones e hipótesis:

$$(5.2.2) \quad Y^o_d = Y - T - T^{SS}$$

siendo  $Y^o_d$  la renta disponible de los ocupados, igual a la renta total,  $Y$ , menos los impuestos correspondientes al presupuesto general,  $T$  y menos las contribuciones al presupuesto de la seguridad social,  $T^{SS}$ .

$$(5.2.3) \quad Y^j_d = B = C^j$$

donde  $Y_d^j$  es la renta disponible de los jubilados, que es igual a la masa de pensiones,  $B$ , y asumimos que toda se destina a consumo,  $C^j$ .

$$(5.2.4) \quad S^o = Y_d^o - C^o$$

$S^o$  es el ahorro de los ocupados, y  $C^o$  es su consumo.

Operando debidamente, obtenemos:

$$(5.2.5) \quad (T^{SS} - B) + (T - G) + S^o = I$$

Donde obtenemos que la inversión es igual al ahorro total, siendo éste la suma del ahorro de la seguridad social, más el ahorro de los presupuestos generales y el ahorro privado de los ocupados.

Supongamos ahora la siguiente situación. Tenemos, por un lado, que el presupuesto general está equilibrado:  $T = G$ . Por otro, admitiremos que la inversión total es superior al ahorro de los ocupados,  $I > S^o$ . En este caso, nos encontraríamos con un superávit en el presupuesto de la seguridad social,  $T^{SS} > B$ .

Dicho superávit puede utilizarse para tres fines: adquisición de deuda pública, aumento del gasto público y reducción de impuestos (cf. Aschauer, 1998a). En la actualidad, el gobierno se ha decantado por la primera opción. La seguridad social está adquiriendo títulos de deuda pública en el presente con la finalidad de venderlos en el futuro y así poder financiar mayores gastos en pensiones sin necesidad de tener que subir los impuestos o tener que reducir las pensiones.

Pero, ¿es este argumento correcto? ¿puede una economía, en agregado, financiar su consumo futuro con ahorros presentes? Desde un punto de vista Post Keynesiano, la respuesta es negativa. ¿En qué nos basamos para sostener esto?

En primer lugar, la causalidad de la expresión (5.2.5) hay que leerla desde la derecha hacia la izquierda: el gasto en inversión es autónomo, siendo el ahorro la variable dependiente. Y dicha demanda de inversión, como sostienen los Post Keynesianos apoyándose en el concepto de dinero endógeno, no se financia con cargo a ahorros previos sino, fundamentalmente, con dinero de nueva creación.<sup>16</sup>

En segundo lugar, vemos que si el presupuesto general está equilibrado y el ahorro privado es inferior a la inversión, aparece un superávit en el presupuesto de la seguridad social, como hemos apuntado arriba. Pero el hecho de que ese superávit se dedique a

---

<sup>16</sup> Pero, contrariamente a lo que sostienen los partidarios de la Teoría Monetaria del Circuito, en la actualidad se está observando que el endeudamiento no corre por cuenta de las empresas sino de las familias, con la finalidad, fundamentalmente, de adquisición de vivienda. Esto ha permitido que con un PIB creciente, el endeudamiento de las sociedades no financieras pueda reducirse (cf. Banco de España, 2004).

adquisición de deuda pública genera un problema: parte del dinero introducido en el circuito, para financiar gasto de inversión, se destruye antes de que pueda ser utilizado para la devolución de las deudas iniciales. En este sentido, el gasto en inversión deberá aumentar en el futuro para que puedan pagarse las deudas generadas en el presente por el mismo concepto.<sup>17</sup> Como apunta Wray, 1990-91, pág. 160:

As spending determines income, and taxes represent a leakage from the circular flow of income, a trust fund can be accumulated only to the extent that injections of deficit spending (i.e., negative savings) raise income sufficiently to permit the leakages accumulated through payroll taxes (without the system running down).

Los superávits del sector público son mecanismos de *destrucción* de liquidez, que provocan falta de demanda efectiva. Una cuestión interesante aquí es ¿a quién le compra la deuda pública el fondo de reserva? Si es al banco central, el dinero se destruye completamente con la adquisición de dicha deuda.<sup>18</sup> Si es a agentes privados, no tenemos ninguna garantía de que éstos vayan a emplear la liquidez para aumentar su demanda.

Por último, se sostiene que con los superávits de la seguridad social actuales, se podrán financiar gastos futuros. Pero esto no es correcto: cuando, dentro de veinte o treinta años, la seguridad social tenga que incrementar sus gastos, se deberán aumentar los impuestos correspondientes al presupuesto general, para adquirir la deuda en manos del fondo de reserva.<sup>19</sup> Y esto es precisamente lo que habría hecho el gobierno de no haber constituido el fondo de reserva. Además, el superávit actual habría dejado de utilizarse en el presente para aumentar el stock de capital público que, a su vez, podría contribuir a aumentar la capacidad productiva y la productividad futura (cf. Aschauer, 1998b.), que es lo que realmente importa para que el sistema sea capaz de generar el excedente suficiente como para pagar las pensiones futuras.

Una vez que rechazamos la teoría de la distribución basada en la productividad marginal de los factores, tenemos que los sistemas de capitalización no dejan de ser sistemas de reparto.<sup>20</sup> El consumo de los jubilados futuros se obtendrá a partir de producción futura que, a su vez, se generará por medio de capacidad productiva que habrá de ser

---

<sup>17</sup> En una situación como la descrita en esta sección, vamos a tener que la «financiación final» va a ser inferior a la «financiación inicial», como consecuencia del drenaje de liquidez (sobre estos conceptos, cf. Graziani, 1990).

<sup>18</sup> Cf. Papadimitrou y Wray, 1999, pág. 28. ¿A quién le debe el gobierno si la deuda es mantenida por el banco central?

<sup>19</sup> Wray, *op.cit.* pág. 163.

<sup>20</sup> Wray, *op.cit.* págs. 160-1.

producida anteriormente. Y las decisiones de invertir no van a estar condicionadas por la existencia de más ahorro presente, sino por la expectativa de que la producción que podrá generar va a encontrar demanda (ganando una rentabilidad normal). Por otro lado, si el nivel de empleo futuro depende de la demanda futura, los sistemas de reparto van a jugar un papel relevante en la gestión de la demanda agregada.

### 5.3. Otros problemas del sistema de capitalización (críticas débiles).<sup>21</sup>

A continuación enumeramos una serie de problemas referidos a los sistemas de capitalización. Estas cuestiones muchas veces son minimizados por los partidarios de dichos sistemas, pero no deberían olvidarse.

1. Los costes de administración y gestión de los planes de pensiones son superiores a los del reparto, fundamentalmente cuando se liquidan los planes y se ha de contratar con una compañía de seguros las retiradas de capital e interés para financiar el consumo de los últimos años de la vida.
2. Es muy posible que, ante la evolución observada y esperada de las variables demográficas, la demanda de activos financieros sea muy elevada en el presente y, dentro de veinticinco o treinta y cinco años lo sea la oferta, conduciendo a una elevación exagerada del precio de los activos actuales y a una caída excesiva en el futuro.
3. Un sistema de capitalización privado puede generar mayores desigualdades de renta en el futuro.
4. ¿Cómo se financia la transición desde un sistema de reparto a uno de capitalización?
5. Las mayores rentabilidades observadas en el pasado en mercados financieros, en relación con el crecimiento del PIB no nos garantizan que siempre vaya a ser así. Además, mayores rentabilidades también van asociadas a mayor riesgo.
6. Se argumenta que las ventajas del sistema de capitalización respecto al de reparto en lo referente a su incidencia en la oferta de factores productivos residen en que aquél es más transparente en cuanto a la relación entre contribuciones y beneficios. Pero si los beneficios del sistema de reparto se distribuyen con arreglo a las contribuciones hechas durante la vida laboral, esos efectos perniciosos sobre la oferta de trabajo, el incentivo a jubilarse antes de tiempo, o el ahorro no tendrían por qué darse.

---

<sup>21</sup> Estos puntos están más desarrollados en Jimeno, 2000.

7. Un sistema de capitalización puede dar lugar a cambios en la forma de mantener el ahorro, pero no necesariamente a un aumento del ahorro, con lo que no tendríamos garantías de una mayor acumulación de capital.

## **6. Conclusión.**

La población envejece. Se espera que la relación entre mayores de 64 y los comprendidos entre 15 y 64 aumente considerablemente en un futuro no muy lejano. En una primera instancia, parece que esto va a hacer prácticamente inviable un sistema de pensiones de tipo reparto, en la versión «beneficio-definido». Los economistas convencionales defienden una reforma que apunta hacia un sistema de capitalización más o menos radical.

En el presente trabajo, hemos intentado mostrar que esta propuesta de reforma da lugar a más problemas que ventajas, sin habernos propuesto una política concreta de actuación con respecto al problema. Las conclusiones más importantes se resumen a continuación:

1. Un sistema de capitalización se basa en el argumento *pre-keynesiano* de que el ahorro determina el volumen de inversión. Pero las críticas del capital así como la concepción Post Keynesiana del dinero endógeno señalan que más ahorro conduce a procesos deflacionarios y desempleo en el presente, sin ninguna garantía de que la capacidad productiva y el empleo vayan a aumentar en el futuro.
2. Las pensiones del futuro dependerán de la capacidad productiva y el empleo del futuro. Los gobiernos deberían preocuparse de elevar la tasa de actividad y reducir la tasa de paro todo lo que se pueda en el presente. Al tiempo, deberían incrementar los esfuerzos para integrar lo más rápido posible a la población inmigrante, de modo que el cociente entre pensionistas y ocupados aumente lo mínimo.
3. Un fondo de reserva supone mantener unos impuestos excesivamente elevados en el presente y no evita que deban aumentarse en el futuro, si hay complicaciones para pagar las pensiones.
4. Un aumento del ahorro nacional, como consecuencia de un superávit en el presupuesto de la seguridad social no necesariamente tiene que conducir a un menor tipo de interés y a un *crowding in*.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aschauer, D. 1998a: "How Should the Surpluses Be Spent?" *The Levy Economics Institute of Bard College*, Policy Note 1998/2.

Aschauer, D. 1998b: "How Big Should the Public Capital Stock Be? The Relationship between Public Capital and Economic Growth" *The Levy Economics Institute of Bard College*, Public Policy Brief nº 43.

Banco de España 2004: *Informe trimestral de la economía española*. Boletín económico, enero.

Boldrin, M. Jiménez Martín, S. y Peracchi, F. 1997: "Social security and retirement in Spain", NBER, Working paper nº 6136.

Cesaratto, S. 2002: "The Economics of Pensions: a non-conventional approach", *Review of Political Economy*, 14.

Clarida, R. Galí, J. y Gertler, M. 1999: "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective" *Journal of Economic Literature*, XXXVII.

Feldstein, M. 1974: "Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, 82.

Feldstein, M. 1995: "Would Privatizing Social Security Raise Economic Welfare?" NBER, Working paper nº 5281.

Feldstein, M. y Liebman, J. 2001: "Social Security", NBER, Working paper nº 8451.

Fontana, G. y Palacio Vera, A. 2002: "Monetary policy rules: what are we learning?" *Journal of Post Keynesian Economics*, 24.

Galbraith, J. 1997: "Time to Ditch the NAIRU", *Journal of Economic Perspectives*, 11.

Garegnani, P. 1970: "Heterogeneous capital, the production function and the theory of distribution", *Review of Economic Studies*, 37.

Garegnani, P. 1983: "Two Routes to Effective Demand", en Jan Kregel (ed.): *Distribution, effective demand and international economic relations*, New York, St Martin's Press.

Graziani, A. 1990: "The Theory of the Monetary Circuit", *Economies et Sociétés*, 24.

Harcourt, G. 1972: *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, Cambridge, Cambridge University Press.

Herce, J.A. y Meseguer, J, 2000: *La reforma de las pensiones ante la revisión del pacto de Toledo*, Colección Estudios Económicos, nº 19. Servicio de Estudios de "La Caixa".

Herce, J.A., Sosvilla, S. Castillo, S. y Duce, R. 1996: *El futuro de las pensiones en España: hacia un sistema mixto*. Colección Estudios Económicos, nº 8. Servicio de Estudios de “La Caixa”.

Jimeno, J.F. 2000: “El sistema de pensiones contributivas en España: Cuestiones básicas y perspectivas en el medio plazo”, FEDEA, Documento de Trabajo 2000-15.

Jones, H. 1974: *Introducción a las teorías modernas del crecimiento económico*, Barcelona, Antoni Bosch.

Lavoie, M. 1992: *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Aldershot, Edward Elgar.

Lavoie, M. 1996: “Horizontalism, liquidity preference and the principle of increasing risk”, *Scottish Journal of Political Economy*, 19.

Lindbeck, A. 1993: *Paro y macroeconomía*, Barcelona, Alianza Económica.

Lindbeck, A. 2000: “Pensions and contemporary socioeconomic change” NBER, Working paper nº 7770.

Moore, B. 1988: *Horizontalists and verticalists*, Cambridge, Cambridge University Press.

Papadimitrou, D. y Wray, L.R. 1999: “Does Social Security Need Saving? Providing for Retirees through the Twenty-first Century” *The Levy Economics Institute of Bard College*, Public Policy Brief nº 55.

Rochon, L.P. 1999: *Credit, Money and Production*, Aldershot, Edward Elgar.

Romer, D. 2000: “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve” *Journal of Economic Perspectives*, 14.

Samuelson, P. 1958: “An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money”, *Journal of Political Economy*, 56.

Solow, R. 1956: “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, 70.

Sraffa, P. 1960: *Production of commodities by means of commodities*, Cambridge, Cambridge University Press.

Wicksell, K. 1898: *Interest and price: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, London, Macmillan [1936].

Wray, L.R. 1990/91: “Can the Social Security trust fund contribute to savings? *Journal of Post Keynesian Economics*, 13.