



Fundación

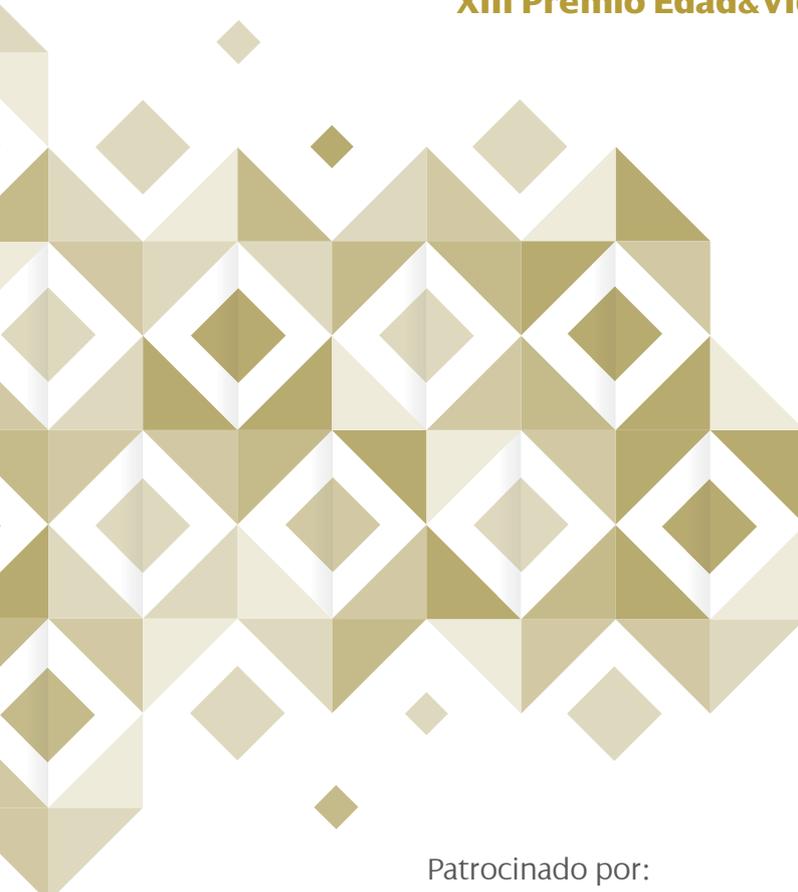
Edad & Vida

Instituto para la mejora, promoción
e innovación de la calidad de vida
de las personas mayores

GESTIÓN EFICIENTE DEL AHORRO TRAS LA JUBILACIÓN

Aprendizajes de modelos internacionales
y guías de buenas prácticas

XIII Premio Edad&Vida Higinio Raventós



Riskcenter

Diego Valero Carreras
M^a Mercedes Ayuso Gutiérrez
Montserrat Guillen Estany

Patrocinado por:



Septiembre 2018

GESTIÓN EFICIENTE DEL AHORRO TRAS LA JUBILACIÓN

Aprendizajes de modelos internacionales
y guías de buenas prácticas

XIII Premio Edad&Vida Higinio Raventós



Riskcenter

Diego Valero Carreras
M^a Mercedes Ayuso Gutiérrez
Montserrat Guillen Estany

Patrocinado por:



Septiembre 2018

Equipo investigador:

Ramon Alemany Leira
Catalina Bolancé Losilla
Manuela Alcañiz Zanón
Ana M. Pérez-Marín
Miguel Santolino Prieto
Helena Chuliá Soler

Coordinadores:

Diego Valero Carreras
M^a Mercedes Ayuso Gutiérrez
Montserrat Guillen Estany

Este trabajo es el resultado del XIII Premio Edad&Vida Higinio Raventós.

Presentación

Hace más de quince años, Edad&Vida nació con el propósito de contribuir a conectar y promover la corresponsabilización y el equilibrio entre el sector público y la iniciativa privada con el fin de dar respuesta a los retos económicos y sociales derivados del cambio demográfico y el envejecimiento de la población que en aquel momento parecía muy lejano.

Hoy ese reto es una realidad y aunque cada día vivimos más y mejor, después de quince años, seguimos trabajando para **transformar el futuro del envejecimiento a través de ciudadanos informados y autónomos capaces de decidir sobre su futuro.**

Como parte de la sociedad civil y conocedores de las dificultades y los riesgos derivados del aumento de la longevidad, ya en 2007 iniciamos este trabajo, analizando los valores, actitudes y comportamientos de los ciudadanos españoles ante el ahorro y la previsión para la jubilación¹.

Continuamos en 2104, centrándonos en los cambios que se habían producido en el comportamiento ciudadano en la planificación de la jubilación en un escenario de profundas reformas, cambios e incertidumbres en el que se observó una mayor concienciación y empoderamiento de la sociedad en el ahorro².

En un entorno cada vez más incierto el XI Premio (2016) financió una propuesta que analizó en profundidad las necesidades económicas de las personas mayores tras su jubilación³.

Con el XIII Premio Edad&Vida Higinio Raventós, “la gestión eficiente de los ahorros tras su jubilación”, queremos culminar esta serie en la que además de reivindicar la necesidad de ahorro de las personas durante su vida laboral recordáramos la necesidad de planificar de manera consciente la etapa de jubilación, por otra parte, cada vez más larga.

Desde Edad&Vida queremos señalar la necesidad de **promover un buen trato a los ahorros de toda una vida sin olvidar la necesidad de adoptar medidas y acciones que faciliten ese ahorro.**

Parece evidente que el aumento de la longevidad hace necesario desarrollar productos financieros y aseguradores que permitan maximizar el ahorro de las personas tras su jubilación, en una sociedad, la española, donde el ahorro inmobiliario representa tres cuartas partes del ahorro total de los españoles.

Ante esta realidad es necesario que las entidades financieras y aseguradoras, así como la Administración, desarrollen nuevas fórmulas, productos e incentivos para fomentar el rendimiento del ahorro de las personas mayores en los próximos años teniendo en cuenta las preferencias de las personas afectadas.

Quisiera trasladar mi más sincera felicitación al equipo investigador del RISK CENTER de la Universidad de Barcelona, formado por Montserrat Guillen, Mercedes Ayuso y Daniel Valero, que han realizado un excelente trabajo, el cual les invito a leer con detenimiento; al igual que las Recomendaciones de Edad&Vida que se presentan al final del estudio y que han contado con las aportaciones de la Comisión de Fiscalidad y Financiación de la Fundación Edad&Vida y de su Patronato. Por otro lado, quisiera agradecer personalmente a los miembros de FATEC que han participado en los estudios de campo que se presentan en este documento.

Joaquim Borrás

Presidente de la Fundación Edad&Vida

¹ IV Premio Edad&Vida. (2009). *La previsión y el ahorro ante el envejecimiento de la población.*

² X Premio Edad&Vida. (2014). *El comportamiento ciudadano en la planificación de la jubilación. El caso español en un escenario de reformas, cambios e incertidumbres.*

³ XI Premio Edad&Vida. (2016). *La revolución de la longevidad y su influencia en las necesidades de financiación de los mayores.*

Patrocinador

Lograr el bienestar de las personas mayores tras su jubilación es un objetivo que debería comprometer a los diferentes agentes de la sociedad (gobierno, instituciones financieras y personas) pero concierne de manera especial a los propios interesados: los jubilados.

La creciente longevidad y la necesidad de recursos asociada a ella, las reformas en el sistema público de pensiones, la inflación y la salud son retos con los que se encuentran los pensionistas y que pueden impactar directamente en su calidad de vida.

En este contexto, para asegurar una jubilación tranquila y sin sobresaltos, al margen de contar con el respaldo del sistema público, las personas deben ser conscientes de que necesitarán consumir ahorro propio y por ello deberían asumir responsabilidad personal para: 1) Llegar a la jubilación con un ahorro suficiente que les brinde autonomía, y 2) gestionar su ahorro de la mejor manera posible.

El pasado XI Premio Edad&Vida: “La Revolución de la Longevidad y su influencia en las necesidades de financiación de los mayores”¹ se centró en el primer bloque de responsabilidad y ofrece un simulador que ayuda a los ciudadanos en la cuantificación de las necesidades financieras de su futura jubilación.

En esta ocasión, el XIII Premio Edad&Vida Higinio Raventós “Gestión eficiente del ahorro tras la jubilación” se centra en el segundo bloque de responsabilidad, con una orientación

práctica que pueda entenderse desde todos los perfiles y empodere a los jubilados a tomar buenas decisiones a la hora de hacer uso de su ahorro.

Con esta misión, el equipo investigador incluye información clara y objetiva sobre los riesgos a los que se enfrentarán las personas durante su jubilación, presenta el abanico de soluciones financieras con las que contarán a la hora de hacer líquido su ahorro y da pautas sobre cuándo y cómo tomar las diferentes decisiones.

Adicionalmente, el estudio se completa con una Guía de Buenas Prácticas para las instituciones y agentes financieros y aseguradores, encaminadas a generar un estándar de calidad en el sector que favorezca a la mejor planificación posible de las finanzas de nuestros jubilados.

VidaCaixa, como miembro promotor de Edad y Vida y patrocinador del estudio, apuesta plenamente por una mayor educación financiera de nuestra sociedad, y aspira a contribuir a ella con este estudio. Solo con esta mayor formación, podremos contribuir a un cambio de comportamiento de nuestra sociedad y hacerla más co-responsable de su futuro. Asimismo, hacemos nuestras las Buenas Prácticas que se presentan e invitamos al resto de empresas del sector a unirse a ellas.

José Antonio Iglesias Martínez

Subdirector General VidaCaixa

¹ https://www.edad-vida.org/wp-content/uploads/2015/04/905EstudioLongevidad_XI_PremioEV_final.pdf

Índice

Motivación y objetivos	9
Introducción	11
1. ¿De dónde partimos? Riesgos y soluciones para abordar el ahorro tras la jubilación	13
1.1 Transición del ahorro a la desacumulación	13
1.2 Mapa de riesgos y rentas vitalicias, claves para resolver la etapa de desacumulación	14
1.3 Puntos fuertes y débiles de los productos de ahorro a largo plazo	16
1.4 Reglas básicas de gestión del ahorro sin aseguramiento	20
2. La práctica de la gestión del ahorro tras la jubilación	21
2.1 Proceso de decisión del ahorrador	21
2.2 Orientación financiera	24
2.2.1 La visión de los asesores	24
2.2.2 La visión de los receptores de la orientación	26
2.3 Papel de los Gobiernos en el desarrollo de productos de ahorro a largo plazo	27
2.4 Guía de buenas prácticas para una óptima orientación financiera tras la jubilación	30
CONCLUSIONES	33
RECOMENDACIONES	35
BIBLIOGRAFÍA	37
ANEXO I: Tasa bruta de reemplazo de las pensiones de los regímenes obligatorios, públicos y privados, y voluntarios privados, por países	39
ANEXO II: Productos	41
1. Las rentas vitalicias	41
1.1 Modalidades de rentas vitalicias	41
1.1.1 Rentas vitalicias de capital reservado	41
1.1.2 Rentas vitalicias con inversión en deuda pública	41
1.1.3 Rentas vitalicias asociadas a carteras de inversión	42
1.1.4 Rentas vitalicias adaptadas al aumento en longevidad	42
1.1.5 Rentas vitalicias asociadas a capital cedido	43
1.1.6 Rentas vitalicias en fondos solidarios	43
1.2 Ventajas fiscales de las rentas vitalicias	43
1.3 Algunas cifras sobre la contratación de rentas vitalicias variables o flexibles a nivel internacional	44

2. Otros productos para la fase de desacumulación	45
2.1 Retiros programados	45
2.2 Hipotecas inversas y otros productos de pensiones inmobiliarios	46
2.2.1 Hipoteca inversa	46
2.2.2 Hipoteca pensión	48
2.2.3 Vivienda pensión	49
2.2.4 Cesión para alquiler	49
ANEXO III: Grupo focal (receptores de la orientación financiera)	51

Motivación y objetivos

La premisa básica de un sistema de pensiones es proveer a las personas de ingresos en el retiro de forma segura, de modo que puedan mantener un nivel de vida digno y evitar caer en la pobreza.

En este trabajo supondremos que la etapa previa a la jubilación, que denominaremos periodo de acumulación, es la que permite prepararse adquiriendo el ahorro suficiente. Tras la jubilación, en la etapa posterior a la misma, denominada indistintamente periodo de disposición de los ahorros o de desacumulación, el principal objetivo será lograr el mayor bienestar posible. En la primera etapa, los riesgos son fundamentalmente financieros, para mantener e incrementar tanto como sea posible el valor en términos reales de los ahorros acumulados.

Los riesgos que se afrontan tras la jubilación revisten una mayor complejidad. En la etapa de desacumulación, aparecen los riesgos de longevidad (vivir más años de los esperados), de dependencia (necesitar ayuda de terceras personas en el desarrollo de las actividades básicas de la vida diaria), riesgos económico/financieros (ligados a la evolución de la inflación y de los tipos de interés) y el riesgo de iliquidez (disponer de elevada cantidad de ahorro invertido en patrimonio inmobiliario, o bien no tener capacidad para afrontar todos los gastos) que tienen un impacto cuantitativamente muy relevante. Dichos riesgos, que lógicamente se añaden al propiamente financiero, condicionan la forma de gestionar el ahorro en ese periodo de la vida y afectan también a cuestiones no financieras, como pueden ser la salud, la herencia o los impuestos.

En la primera parte de este trabajo se aborda la situación de partida, analizando incertidumbres y riesgos, productos disponibles y posibles estrategias de acumulación y desacumulación de los ahorros. En la segunda parte, se muestra el esquema en la toma de decisiones para la gestión del ahorro y los diferentes factores que pueden mejorarlo, no sólo desde el punto de vista del análisis sistemático de las circunstancias personales, sino también desde el papel que debe tener el asesoramiento y el apoyo institucional.

Se proporciona una guía para optimizar la disposición del ahorro atendiendo a cada circunstancia, y un protocolo de orientación para la toma de este tipo de decisiones.

Introducción

El momento de tomar la decisión de cómo percibir los montos acumulados para la pensión es extremadamente delicado, y requiere del mejor consejo y guía. Los postulados de la economía conductual nos ayudan a entender mucho mejor el proceso de toma de decisión y los sesgos conductuales que lo guían y que nos llevan a tomar decisiones sistemáticamente erróneas desde una perspectiva racional (Valero 2015).

Por ejemplo, las personas tienden a subestimar su esperanza de vida. Para el tramo de edad entre 60 y 69 años, los hombres creen que vivirán 4,5 años menos de lo que realmente viven, y las mujeres 2,5; y esta diferencia se amplía en edades inferiores, de forma que puede llegar casi a 10 años. La subestimación media está en torno a los 6 años (O'Brian 2005 et al.). Está claro que, si creemos que vivimos menos, nuestros patrones tanto de ahorro como de gasto no van a ser adecuados a nuestras necesidades.

Tan importante como el proceso de acumulación del ahorro son las decisiones sobre desacumulación o disposición de ese ahorro tras la jubilación¹. Sin embargo, este ha sido un tema poco tratado y no se ha potenciado su desarrollo desde los poderes públicos. En países con sistemas jóvenes² puede ser comprensible que este no haya sido aún un tema candente, pero muchos de los sistemas maduros no tienen bien resuelto el proceso de toma de decisiones para el cobro del ahorro de la pensión y la gestión del ahorro. Entre ellos está España, que tampoco tiene un marco consolidado de sistemas de pago de pensiones, e incluso Reino Unido eliminó recientemente la obligación de contratar rentas vitalicias a partir de los 75 años.

La libertad de elección no aparece, desde una perspectiva conductual, como la panacea. Más bien al contrario, hay que guiar a las personas, ya sea a través de cierta obliga-

toriedad, ya sea a través de opciones por defecto, hacia lo que en general está demostrado que es mejor para la mayoría. Siempre debe quedar un cierto margen de maniobra para aquellas personas que tengan información y criterio suficiente para tomar otras decisiones, pero para la mayoría, es clara la asimetría de información y la aparición de algunos sesgos (ilusión monetaria, por ejemplo, que nos sobrevalora una cantidad a tanto alzado versus una sucesión vitalicia de pagos menores) que nos alejan del óptimo en la decisión.

Por una parte, la longevidad no es un riesgo que la gente pueda entender y asumir por sí misma (Blake 2014). Por otra, las personas pretenden que sus ahorros jubilatorios les sirvan para mantener el consumo en el resto de su vida, pero les es difícil mensurar cuánto pueden gastar periódicamente con ciertas garantías para no sobrevivir a sus ahorros. Y ello requiere tener conocimiento y control de variables como dónde invertir, con qué retorno, qué gastos tienen asociados o la erosión por la inflación, además del ya enunciado riesgo de longevidad.

Para entender mejor las disyuntivas que se dan hay que referirse al modelo de pensiones de cada país. Si existen sistemas obligatorios de reparto, el pago es siempre en forma de una renta vitalicia que genera ingreso estable hasta el fallecimiento de la persona. Si estamos en sistemas de capitalización, suele haber opción, básicamente en tres ámbitos, con distintos nombres y formas, y aún con distintas combinaciones entre ellas, pero que son³: percibir una renta vitalicia asegurada, una renta financiera (si es vitalicia suele adquirir la forma de retiro programado) o el retiro del capital acumulado. La libre elección entre estas formas y todas sus posibles combinaciones podría ser aceptable en aquellos sistemas de cuentas individuales que son complementarios a un sistema básico con pagos vitalicios, pero no lo puede ser en sistemas en los que las cuentas individuales de capitalización sean el principal sistema de pensión del país. En el Anexo I se muestra, para una selección de

¹ Ver Ayuso, Guillen y Valero (2017) *Productos para la etapa de retiro, alternativas y costes*, en Carranza, Melguizo y Tuesta (Eds.) *Ideas para una reforma de pensiones*, USMP, Perú.

² Por ejemplo, todas las transiciones implementadas en América Latina desde finales del pasado siglo XX.

³ Para una visión amplia del debate sobre las opciones de desacumular capital ver Valero (2014).

países, las tasas de reemplazo descompuestas por tramos; los sistemas públicos obligatorios son de reparto, los privados obligatorios de cuentas individuales, y los privados voluntarios pueden ser ocupacionales o individuales, pero en cualquier caso de capitalización.

En ellos, y atendiendo al principio antes mencionado de “ingresos en el retiro de forma segura”, el único mecanismo que proporciona esa seguridad son las rentas vitalicias aseguradas.

¿Quiere ello decir que deberían ser obligatorias estas rentas en todos los sistemas de cuentas individuales obligatorios? Básicamente sí, pero con algunos matices. Blake (2014) sugiere que el valor de contratar una renta vitalicia es notablemente mayor a no tenerla a partir de los 75-80 años para una persona sana, que es cuando el coste de garantizar la longevidad crece exponencialmente. La razón es que esa persona de 75-80 años tiene unas elevadas expectativas de alcanzar edades mucho más avanzadas que alguien de 65-70 años y, por lo tanto, la garantía de una renta vitalicia hasta el momento del fallecimiento tiene un valor mucho más elevado para ella que para alguien más joven. Podría admitirse un seguro de longevidad obligatorio a partir de determinada edad (Berstein et al. 2015 desarrollan con indudable precisión este asunto para Chile, Colombia, México y Perú) contratado eso sí desde el momento de acceder a la jubilación (lo que técnicamente llamamos una renta diferida).

En el caso de rentas altas, podrían establecerse sistemas en los que una renta vitalicia, sea inmediata o diferida, fuera la opción por defecto y que, en caso de elegir otras opciones, las personas tengan que confirmar que entienden y asumen los riesgos que adquieren con ellas.

En suma, se trata de que las personas puedan elegir pero hay que ayudarles a hacerlo bien, porque es una de las de-

cisiones clave en su vida generalmente sin marcha atrás, y con catastróficas consecuencias individuales y sociales, si la elección es errónea.

A lo largo de este texto presentamos un análisis detallado de los diferentes productos que pueden usarse en la fase de desaccumulación de las pensiones, durante la vida pasiva de los individuos, revisando los puntos fuertes y débiles de los mismos. Presentamos asimismo cifras sobre el nivel de penetración de dichos productos en diferentes países. Planteamos una reflexión sobre cómo los Gobiernos pueden potenciar el desarrollo de políticas que fomenten el ahorro a largo plazo, garantizando la suficiencia para afrontar los diferentes riesgos a los que se enfrenta la sociedad en las edades más avanzadas. Nos referimos no solo al riesgo de longevidad, también al riesgo asociado al estado de salud y a otros riesgos propios de efectos macroeconómicos como los derivados de la inflación y los tipos de interés, sobre los que ofrecemos la definición correspondiente y los principales aspectos a tratar. De especial interés es el análisis que realizamos sobre el proceso de decisión que puede llevar al individuo a contratar cobertura de ahorro a largo plazo, ofreciendo además un conjunto de sugerencias sobre qué producto o mix de productos pueden ser más adecuados en cada caso. Planteamos la relevancia que para las empresas financieras y aseguradoras puede tener el ofrecer un adecuado servicio de orientación, validando nuestro análisis con la información recabada de varias entidades de seguros y bancaseguros. Presentamos finalmente una guía de buenas prácticas sobre el servicio de orientación y gestión del ahorro a largo plazo y, para concluir, sintetizamos las conclusiones del grupo focal en el que un conjunto representativo de personas mayores han expresado sus puntos de vista sobre la gestión del ahorro y el resto de temas relacionados con el asesoramiento tras la jubilación.

1. ¿De dónde partimos? Riesgos y soluciones para abordar el ahorro tras la jubilación

1.1 Transición del ahorro a la desacumulación

Las personas que ahorran para su jubilación, acercándose al momento del retiro, deben planificar cómo va a ser este. Si ha existido un ahorro sistemático, a través de cualquier producto específico, ya sea con un patrón específico de inversiones, como los fondos de ciclo de vida o *target date*, ya sea con productos de inversión libre o con productos de seguro, la persona a jubilar se encuentra con un cambio en su hábito de ahorro. A partir del momento del retiro va a empezar a disponer de las cuantías que tiene acumuladas y, si sigue ahorrando, será para otros fines y probablemente con otra dimensión económica. Si dispone de ahorros, pero no se han concretado en productos específicos, como por ejemplo ahorro inmobiliario, va a tener que tomar otro tipo de decisiones sobre la licuación de ese ahorro para permitirle tener ingresos periódicos, recurrentes y razonablemente estables.

Es necesario un trabajo previo de preparación a la jubilación, no solo desde el punto de vista psicológico ante la nueva etapa que se avecina, sino también, lo que es relevante a nuestros efectos, desde el punto de vista económico, para que la persona que se acerca a la jubilación pueda planificar adecuadamente sus necesidades económicas en base a sus ahorros. En este sentido, debemos hacer más hincapié en la participación de las empresas en la generación de ahorros de sus empleados. La normativa europea sobre fondos de pensiones ocupacionales, IORP II, presenta un significativo avance, especialmente en dos sentidos, i) en la información periódica que se desvela a los partícipes de los fondos, que debe ser a través de la "Declaración de Beneficios de Pensiones", un conciso documento que contiene la información clave para el afiliado, entre otras, y a nuestros efectos, información sobre las proyecciones de los beneficios de pensiones basadas en la edad de jubilación, o información sobre los supuestos utilizados para los pagos en forma de renta; y ii) la información que debe darse a los miembros durante la "fase de prejubilación", de manera que los planes deben proporcionar a cada afiliado, a su debido tiempo antes de la edad de jubilación, información sobre las opciones de pago de prestaciones disponibles en el plan.

Pero sea el caso que sea, para la toma de decisiones llegado el momento del retiro, hay que tener presente i) la situación

financiera global de la persona, que determinará el nivel de riqueza "a pensionar"; ii) las necesidades financieras previstas para el futuro, fundamentales para definir el nivel inicial y grado de crecimiento de la pensión; iii) las necesidades inmediatas de capital; y iv) el deseo de legado (Valero 2013). Se debe concebir la pensión desde una perspectiva holística: garantizar un mínimo esencial para vivir, asegurar las contingencias de riesgo, mantener un stock suficiente para contingencias no previstas y utilizar la riqueza remanente para alcanzar un nivel deseado de vida o para dejar legado.

Hay que tener muy en cuenta que las necesidades de las personas en su retiro son múltiples, y no son constantes en el tiempo. Las personas suelen identificar, como cuestiones que les preocupan en su retiro, aspectos tales como:

- Independencia financiera.
- Salud.
- Vivienda.
- Viajes y ocio.
- Ayuda a la familia.
- Estilo de vida.
- Desarrollo personal.
- Ayuda a la sociedad.
- No ser una carga para la familia.
- Compañía.
- Autonomía personal.
- Dejar herencia.

Pero la preocupación o el interés por cada uno de ellos no es el mismo en todos los tramos de la vida en el retiro; lo que es importante, digamos, a los 65, deja de serlo a los 85, y lo que no fue relevante con 70 sí lo puede ser con 80. Es imprescindible adaptar la disposición de recursos a las necesidades en cada época de la vida en el retiro. Por ejemplo, es sabido que un tercio de los gastos en salud que se realizan a lo largo de la vida se producen después de los 85 años, en caso de alcanzar dicha edad, o en los años inmediatamente anteriores al fallecimiento.

La elección del nivel de renta garantizado y su crecimiento puede vincularse con algún índice (por ejemplo, la inflación

prevista). Es necesario determinar si se desea poder efectuar disposiciones puntualmente, si la renta principal es fija o variable, inmediata o diferida, e individual o conjunta (es decir dependiente de la supervivencia de otra persona).

Para todo ello, es preciso que las personas tengan orientaciones, guías y facilidades para la elección, como pueden ser las opciones por defecto.

1.2. Mapa de riesgos y rentas vitalicias, claves para resolver la etapa de desacumulación

Un mapa de riesgos de la etapa de desacumulación ofrece una forma de visualizar resumidamente los principales retos que plantea una adecuada gestión del ahorro. Es una manera de evidenciar qué riesgos pueden afectar a las personas y en qué medida estos puede impactar, y ello en diferentes momentos del tiempo teniendo en cuenta en este caso la edad de los individuos. En el eje horizontal se presenta la frecuencia (baja, media o alta) de ocurrencia de cada elemento contemplado (es decir, la probabilidad de que se materialice cada uno de los riesgos contemplados), mientras que en el eje vertical se muestra la severidad de dicha amenaza (es decir, el mayor o menor impacto que esos riesgos tendrán en la vida de la persona). Aunque los riesgos pueden ser de diferente naturaleza, destacamos sobre todo el riesgo de longevidad (que la persona viva más de lo esperado), el riesgo de dependencia (que la persona necesite ayuda de terceras personas para llevar a cabo las actividades básicas de la vida diaria), el riesgo económico/financiero (aumento de la inflación y/o caída en el retorno esperado de las inversiones realizadas) y el riesgo de insuficiencia de recursos (ahorros insuficientes y/o falta de liquidez por disponer de una elevada parte del ahorro invertido en patrimonio inmobiliario).

Los datos disponibles para la población en España revelan una elevada exposición de la población mayor a este tipo de riesgos. La esperanza de vida de las personas mayores de 65 años y 85 años no ha hecho sino aumentar en los últimos años (INE, 2017). En el caso de los hombres de 65 años de edad la esperanza de vida ha aumentado un 20,5% entre 1991 y 2015, desde 15,6 años adicionales hasta 18,8 años. Esto quiere decir que en la actualidad cuando un hombre se jubila se espera que viva en término medio hasta los 84 años aproximadamente. En el caso de las mujeres el aumento en este periodo ha sido ligeramente inferior, del 18,2%, aunque en términos absolutos el número esperado de años de vida para ellas es mayor (19,2 años adicionales en 1991; 22,7 años en 2015). Las mujeres, por tanto, una vez alcanzada la edad de jubilación, se espera que vivan hasta los 88 años en término medio. Sin

duda ello requiere de una adecuada planificación económica que garantice la suficiencia de recursos en todas las etapas de la vida tras la jubilación.

Pero no solo se observa un aumento de la esperanza de vida a partir de los 65 años. El aumento en la esperanza de vida se produce, incluso de forma más pronunciada, en los mayores de 85 años: la esperanza de vida para los hombres mayores de 85 años ha aumentado prácticamente un 26,5% en el periodo analizado; en el caso de las mujeres de 85 años, un 29,8%. En la actualidad, los hombres que llegan vivos a los 85 años se espera que vivan en término medio 6 años más (alcanzando por tanto los 91 años de edad) y las mujeres aproximadamente 7 años más (llegando por tanto a los 92 años).

La prevalencia de la dependencia o necesidades de cuidados de terceras personas en el desarrollo de las actividades fundamentales de la vida diaria aumenta de forma notable a medida que la persona envejece. Mientras que hasta los 85 años, el nivel de necesidades de ayuda puede considerarse moderado, a partir de esa edad, la dependencia severa y la gran dependencia cobran mucha más fuerza. A modo de ejemplo, a los 90 años, la tasa de prevalencia de la gran dependencia se estima en el 20,9% en el caso de las mujeres y en el 15,5% en el caso de los hombres (Alaminos et al. 2016 en base a los resultados del INE de 2009). Similarmente Bolancé et. al (2013) concluyen, en base a los mismos datos, que la esperanza de vida con dependencia aumenta en todas las edades por encima de los 65 años, tanto para mujeres como para hombres, y que es necesario realizar una adecuada previsión sobre las necesidades de cuidados.

La variación del Índice General Nacional de Precios al Consumo en España (sistema IPC base 2016), por ejemplo, desde diciembre de 1991 hasta diciembre de 2017 (INE), cifrada en un 95%, o la evolución de los tipos de interés del Banco Central Europeo, desde el 3% en diciembre de 1999 al 0% en diciembre de 2017, ponen de manifiesto la influencia que pueden tener los riesgos económico/financieros en la gestión del ahorro de las personas. Asimismo, el hecho de que aproximadamente el 71% de la riqueza de las familias españolas se concentre en bienes inmuebles (el 46% en la adquisición de la vivienda principal y el 26% restante en la adquisición de otras propiedades inmobiliarias⁴) aumenta el riesgo de iliquidez, es decir, de no disponer de dinero líquido suficiente para poder hacer frente a los gastos que puedan producirse como consecuencia del envejecimiento (Alaminos et al. 2016).

⁴ Según la Encuesta Financiera de las Familias publicada a principios de 2017 por el Banco de España con datos del 2014.

Un buen mapa de riesgos debe estar personalizado, dado que por ejemplo, para una persona con un estado de salud excelente, el riesgo de caer en dependencia puede ser muy bajo, mientras que para otra, dicho riesgo puede ser elevado. Además el mapa no es estático en el tiempo, porque haber sobrevivido más años cambia las circunstancias, por ejemplo aumenta el riesgo de dependencia y aumenta el de insuficiencia de recursos dado que se han ido agotando ahorros ligados a activos financieros.

A modo de ejemplo presentamos un mapa de riesgos de una persona sana a los 65 años y otro de esa misma persona a los 85 años. Vemos como su riesgo de dependencia pasa de bajo a alto, dado que el agravamiento de la situación de dependencia o de necesidades de cuidados de terceras personas aumenta conforme la persona envejece, y su impacto se mantiene alto, dado que puede ser dependiente durante muchos años como consecuencia del aumento del número de años de vida. En el riesgo de longevidad, vemos un aumento de riesgo bajo a alto, ya que haber sobrevivido más años mejora las expectativas de esperanza de vida restante, como comentábamos en páginas anteriores al analizar el incremento en la esperanza de vida para las personas de 85 años. El riesgo de iliquidez aumenta con la edad, por el efecto de agotamiento de los ahorros, que se van consumiendo, y de mayor riesgo de dependencia, que implica mayores necesidades de gasto. Sin embargo, los riesgos financieros son mayores a los 65 años que a los 85, porque se tiene que contemplar un periodo económico más largo a los 65 que a los 85 (por ejemplo, si los tipos de interés se mantienen bajos, la rentabilidad de las inversiones será menor durante más tiempo).

Figura 1. MAPA DE RIESGOS A LOS 65 AÑOS

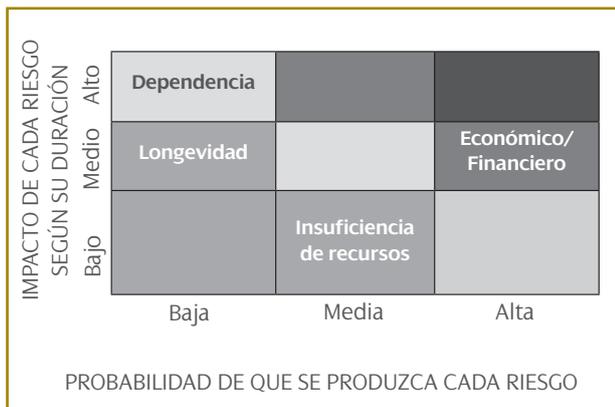
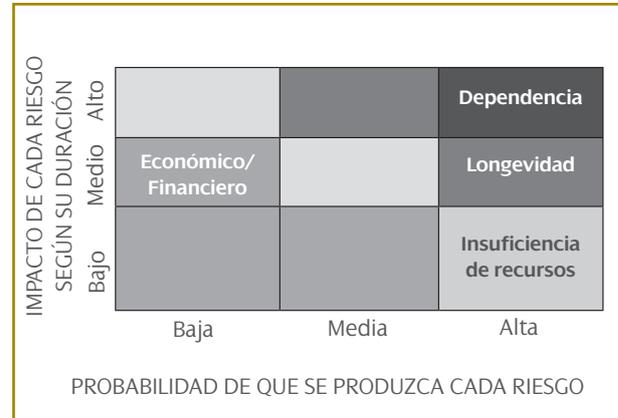


Figura 2. MAPA DE RIESGOS A LOS 85 AÑOS



Las rentas vitalicias son productos diseñados para quienes desean obtener una renta mensual asegurada para complementar los ingresos durante la jubilación. Pueden garantizar para los beneficiarios como capital al fallecimiento el 100% de las primas aportadas, o bien contemplar cesiones parciales de capital, asegurando porcentajes menores para los herederos, incluyendo la cesión total (rentas a capital cedido), de forma que no queda capital alguno al fallecimiento.⁵

Como productos que proporcionan ahorros complementarios, las rentas vitalicias son los elementos clave para mitigar los riesgos que se producen tras la jubilación. Sin embargo, se pueden clasificar las tipologías de rentas vitalicias según dos escalas: i) la asociada a la cuantía monetaria mensual garantizada que cobrará el titular de la renta, y ii) la asociada al deseo de legado o herencia que el titular quiera dejar a sus beneficiarios (capital al fallecimiento). Así, si ordenamos de menos a más según la cuantía monetaria mensual garantizada, encontraríamos en primer lugar la modalidad de renta vitalicia de capital reservado, seguido de la inversión en deuda pública, la asociada a fondos de inversión, las adaptadas al aumento de la longevidad⁶ y finalmente las de capital cedido. Si la ordenación se hace respecto al interés por dejar un legado o herencia, obtendríamos el orden inverso, es decir las menos

⁵ Por supuesto, estas rentas a capital cedido otorgan un pago mensual mayor, pues la aseguradora conserva el capital restante tras el fallecimiento.

⁶ Son rentas con capital de fallecimiento decreciente, con importe mensual fijo.

interesantes serían las rentas vitalicias de capital cedido, luego las que se adaptan al incremento de la longevidad, seguidas de las asociadas a fondos de inversión, para terminar con las que proporcionarían mayor capital de fallecimiento que serán las de inversión en deuda pública y las de capital reservado.

En el Anexo II, y con mucho mayor detalle, se presentan las diferentes modalidades de renta vitalicia, sus ventajas fiscales, así como otros productos que posibilitan la obtención de recursos económicos en la etapa de la jubilación.

Como resumen de las diferentes modalidades podemos decir que la renta vitalicia es una modalidad de lo que se conoce como una renta actuarial y, por lo tanto, es una de las muchas modalidades de pensión. En función de su duración, la renta actuarial puede ser vitalicia, porque se percibe un ingreso hasta el fallecimiento del asegurado, o puede ser temporal, puesto que se limita la percepción no sólo a la supervivencia del asegurado sino también a un período temporal determinado máximo. La frecuencia de cobro de la renta suele ser mensual. El adjetivo de "actuarial" proviene del hecho de incorporar en el cálculo la probabilidad de supervivencia de las personas en los diferentes momentos del tiempo (a diferencia de las rentas financieras, en las que no se tiene en cuenta), para lo que se utilizan las denominadas tablas de vida (fundamentadas en modelos biométricos). De igual modo, se debe tener en cuenta que el valor de una renta de un determinado importe cambia en el tiempo debido al efecto de la inflación, por lo que para poder analizar los flujos monetarios en términos reales hay que aplicar una tasa de descuento que nos permita saber a cuanto equivaldrá hoy la renta que la persona cobrará en un futuro.

Las rentas vitalicias pueden ser fijas, indexadas o variables. Las rentas fijas requieren que el tipo de interés de la renta esté preestablecido, pero entonces el poder adquisitivo del asegurado puede disminuir dado que la renta no se incrementa con el tiempo al mismo ritmo que pueden hacerlo los precios. Las rentas indexadas garantizan el crecimiento del ingreso a percibir, normalmente vinculando su evolución a la inflación, aunque son poco frecuentes en España. Por último, las rentas variables están en función de un tipo de interés que suele estar vinculado a un fondo de inversión o a una cesta de fondos. Se habla de rentas mixtas cuando se combinan los tipos anteriores y se denominan rentas con participación en beneficios cuando una parte de interés es fijo estando garantizado y otra parte depende del rendimiento de las inversiones que realiza la entidad que administra las rentas.

Si el pago de la prima para contratar una renta actuarial coincide con el inicio de su percepción, se denomina renta inme-

diata. En cambio, si ese cobro empieza más tarde entonces la renta se llama diferida.

1.3. Puntos fuertes y débiles de los productos de ahorro a largo plazo

En este apartado presentamos un resumen con los puntos fuertes y débiles de los distintos productos de ahorro y de desacumulación, así como otras fuentes de generación de ahorros. En la tablas 1 y 2 se detalla la variedad de productos dirigidos a la disposición de los ahorros tras la jubilación, con el detalle del público a quien van dirigidos, las ventajas e inconvenientes de cada producto y el tratamiento fiscal correspondiente. En la tabla 3 presentamos las mismas características pero para aquellos productos destinados a la fase de acumulación o de generación del ahorro. Nótese que la definición de cada uno de los productos puede encontrarse en el Anexo II de este documento.

Tabla 1. PUNTOS FUERTES Y DÉBILES DE LAS SOLUCIONES PARA DISPONER DE LOS AHORROS (FASE DE DESACUMULACIÓN)

Tipo de producto	A quién va dirigido	Riesgos a mitigar	Ventajas del producto	Inconvenientes del producto	Tratamiento fiscal
Rentas vitalicias	A quienes quieren complementar su pensión sin sobresaltos a futuro.	Riesgo de longevidad Riesgo económico/financiero Riesgo de iliquidez	Se toma una única decisión. Ventajas fiscales.	Posible pérdida en caso de rescate, si este es posible y se realiza. La cobertura del fallecimiento temprano (rentas a capital reservado) es cara.	Exención de tributación a partir de los 65 años para las ganancias patrimoniales reinvertidas en 6 meses en una renta vitalicia, con un tope de 240.000 €. Como rendimiento del capital se aplica un porcentaje reductor según edad de inicio de cobro. ⁷
Rentas diferidas temporales y vitalicias	A quienes pueden esperar unos años a obtener los ingresos.	Riesgo de longevidad Riesgo de dependencia	Proporcionan ingresos más altos que las rentas vitalicias inmediatas.	Es difícil establecer la fecha del diferimiento si no se trata de la edad de jubilación. Producto caro por los requisitos de solvencia de las aseguradoras.	Tributan como rendimiento del capital mobiliario. Se aplica un porcentaje fijo sobre cada anualidad (según sea temporal o vitalicia) considerando también la rentabilidad generada en el diferimiento asignada a cada ejercicio (si es temporal prorrateada con un máximo de 10 años o entre 10 si la renta es vitalicia).
Capital inmediato o rentas financieras*	A quienes quieren una actitud financiera activa en sus inversiones.	Riesgos económico/financieros	Se pueden obtener mayores ingresos si la rentabilidad es alta.	No presentan garantías. Probablemente no lleguen a sobrevivir al perceptor.	La ganancia obtenida tributa como rendimiento del capital mobiliario ⁸ .
Hipoteca inversa	A quienes quieren transformar en rentas líquidas el patrimonio inmobiliario.	Riesgo de longevidad Riesgo de dependencia Riesgo de iliquidez	No es necesario enajenar la vivienda habitual.	Escasa conciencia de los usuarios, pocos productos en el mercado y a precios elevados, posibilidad de agotarse el capital correspondiente al valor de la vivienda antes del fallecimiento.	La renta percibida por el individuo como consecuencia de la constitución de la hipoteca inversa está exenta de tributación por IRPF. Si entra en juego el seguro de rentas vitalicias (para cubrir la supervivencia de la persona al capital correspondiente) las cantidades percibidas tienen tratamiento de rendimiento del capital mobiliario sujeto a exenciones calculadas atendiendo a la edad del titular.
Hipoteca pensión	A quienes quieren cobrar una pensión vitalicia gracias a un crédito hipotecario concedido sobre la vivienda.	Riesgo de longevidad Riesgo de dependencia Riesgo de iliquidez	No es necesario enajenar la vivienda habitual y el asegurado cobra una renta de por vida.	La renta vitalicia puede ser baja si el individuo es más joven o el valor de la vivienda es bajo.	El titular ha de pagar impuestos por la pensión vitalicia correspondiente.
Vivienda pensión	A quienes quieren cobrar una pensión vitalicia a cambio de vender la vivienda a una entidad aseguradora.	Riesgo de longevidad Riesgo de dependencia Riesgo de iliquidez	La pensión suele ser superior a la otorgada por los otros productos y se puede gozar del usufructo de la vivienda y seguir viviendo en ella.	La persona pierde la titularidad sobre su vivienda y los herederos no pueden reclamar la titularidad a su muerte.	Se ha de tributar por la pensión correspondiente y no existe posibilidad de desgravación por el alquiler de vivienda que se tiene en usufructo, aunque existe una exención del valor de 240.000 euros.
Cesión de la vivienda para alquiler	A quienes quieren ingresar en un centro residencial para mayores gracias a las cantidades obtenidas por el alquiler de su vivienda.	Riesgo de longevidad Riesgo de dependencia Riesgo de iliquidez	La empresa gestora paga una renta al propietario de la vivienda para que pueda afrontar los gastos correspondientes, independientemente de que la vivienda esté o no alquilada.	Si el precio del servicio residencial es superior a la renta recibida, el propietario de la vivienda deberá asumir la diferencia.	El titular de la vivienda deberá tributar por los ingresos derivados del alquiler correspondiente.

 Fuente: Ayuso *et al.* (2017)

*Puede considerarse una forma de cobro más que un producto de ahorro a largo plazo propiamente dicho.

⁷ Con variaciones a nivel de comunidad foral.

⁸ Con variaciones a nivel de comunidad foral.

Tabla 2. PUNTOS FUERTES Y DÉBILES DE OTROS PRODUCTOS ASEGURADORES QUE PUEDEN USARSE TRAS LA JUBILACIÓN (FASE DE DESACUMULACIÓN)

Tipo de producto	A quién va dirigido	Riesgos a mitigar	Ventajas del producto	Inconvenientes del producto	Tratamiento fiscal
Retiros programados	A quienes quieren una renta financiera pero desean sistematizar la forma de obtener unos ingresos periódicos.	Riesgos económicos/financieros	Se adaptan a las circunstancias del mercado.	Los ingresos varían y hay que recalcularlos anualmente. Los ingresos finales pueden ser muy bajos.	La ganancia obtenida tributa como rendimiento del capital mobiliario. ⁹
Seguros de capital diferido	A quienes deseen hacer disposiciones planificadas de cobro del capital	Riesgos económicos/financieros	Los beneficiarios recibirán las primas en caso de fallecimiento del asegurado.	Interesante solo en casos muy concretos, pero no para la desacumulación global.	La ganancia obtenida tributa como rendimiento del capital mobiliario.
Seguros de fallecimiento y vida entera	A quienes no desean dejar cargas a sus herederos.	Riesgos económicos/financieros	Se beneficia directamente a los herederos.	No proporciona ingresos al asegurado.	En prestaciones por fallecimiento del asegurado, sujeto a IRPF si el tomador y el beneficiario coinciden, o al Impuesto sobre Sucesiones y donaciones si no es así.
Seguros de Long Term Care y Dependencia	A quienes se preocupan por los cuidados vinculados a la situación de dependencia.	Riesgo de longevidad Riesgo de dependencia Riesgo de iliquidez	Proporcionan ayuda a la persona en los casos en que existe pérdida de autonomía.	Las primas a pagar son elevadas.	Mismo tratamiento fiscal que los planes de pensiones.

Fuente: Ayuso et al. (2017).

⁹ Con variaciones a nivel de comunidad foral.

Tabla 3. PUNTOS FUERTES Y DÉBILES DE LAS SOLUCIONES PARA GENERAR LOS AHORROS (FASE DE ACUMULACIÓN)

Tipo de producto	A quién va dirigido	Ventajas del producto	Inconvenientes del producto	Tratamiento fiscal
Unit Linked	A quien desea una gestión activa de la inversión.	Amplio abanico de posibilidades de inversión. Adaptación a la situación del mercado o riesgo dispuesto a asumir.	Capital final variable en función de la evolución de los distintos fondos de inversión en los que se ha invertido.	Tributa como rendimiento del capital mobiliario, es decir la diferencia entre el valor liquidativo de los activos afectos a la póliza al final y al inicio del periodo impositivo.
Planes de Pensiones	A quien desea disponer de un ahorro en su jubilación.	Gran diversidad de tipos de planes y opción de movilización entre ellos. Ventajas fiscales en el periodo de aportación. Producto de previsión que al ser poco líquido ayuda a la disciplina del ahorro para la jubilación.	Límite de aportación anual. Ilíquidos, aunque las últimas reformas han reducido el requisito de temporalidad mínimo a 10 años para poder acogerse a reducciones fiscales. No existe una rentabilidad mínima garantizada (salvo que se asegure externamente).	Reducción de las aportaciones en la base imponible del IRPF hasta 8.000 euros anuales (o el 30 % de los rendimientos netos) ¹⁰ .
Planes de Previsión Asegurados (PPA)	A quien desea acumular un capital para su jubilación (u otras contingencias de riesgo). Asimilables a los Planes de Pensiones.	Tipo de interés garantizado. Equivalencia a Plan de Pensiones.	Los mismos inconvenientes de aportación anual limitada e iliquidez que los planes de pensiones.	Mismo tratamiento fiscal que los Planes de Pensiones.
Plan individual de ahorro sistemático (PIAS)	A quienes desean realizar aportaciones únicas o periódicas para la constitución de una renta vitalicia.	Existencia de un tipo de interés mínimo.	Límite máximo anual de aportación de 8.000 euros (independiente de planes de pensiones, PPA's u otro tipo de seguros).	Exención fiscal para los rendimientos obtenidos durante una duración mínima de 5 años si se cobran en forma de renta vitalicia.
Seguros individuales de vida a largo plazo (SIALP)	A quienes quieren un plan de ahorro a largo plazo instrumentado a través de un seguro de vida.	Tipo de interés cierto o garantizado durante todo el periodo de inversión.	Según la legislación, un contribuyente sólo podrá ser titular de forma simultánea de un Plan de Ahorro a Largo Plazo que incluye tanto SIALPs como CIALPs. Solo permite rescate total. El máximo de aportación anual (5.000 euros) no computa en el límite máximo de aportación a otros productos de ahorro.	Están exentos fiscalmente todos los rendimientos hasta el momento del rescate si el producto se mantiene al menos durante 5 años y con un límite máximo de aportación anual de 5.000 euros.
Cuentas individuales de ahorro a largo plazo (CIALP)	A quienes quieren un plan de ahorro a largo plazo instrumental o a través de un depósito bancario.	Ofrecen más rentabilidad que un depósito tradicional a cambio de que el ahorrador mantenga la inversión un plazo de tiempo más largo.	Según la legislación, un contribuyente sólo podrá ser titular de forma simultánea de un Plan de Ahorro a Largo Plazo que incluye tanto SIALPs como CIALPs. No garantizan el 100% del capital, sólo el 85% por ley, porque pueden invertir en activos de más riesgo, como la deuda o las acciones.	Están exentos fiscalmente todos los rendimientos hasta el momento del rescate si el producto se mantiene al menos durante 5 años y con un límite máximo de aportación anual de 5.000 euros.

Fuente: Ayuso et al. (2017)

¹⁰ Con variaciones a nivel de comunidad foral.

1.4. Reglas básicas de gestión del ahorro sin aseguramiento

La generación de ingresos a partir de los propios ahorros puede realizarse sin el recurso a ninguno de los productos aseguradores. Esta estrategia no es recomendable, puesto que la persona asume completamente los riesgos, y en particular pierde la garantía de disponer de unos ingresos hasta el fallecimiento que le proporcionaría una renta vitalicia. Unos de los mayores riesgos es, precisamente, el que se refiere a una supervivencia por encima de la cubierta por los ahorros acumulados disponibles, además de exponerse a las fluctuaciones del valor de sus activos, que lógicamente se producen en todo ciclo económico.

Relatamos a continuación las reglas más conocidas de ges-

tion del ahorro en ausencia de una renta vitalicia. Una de ellas es la “*regla del 6%*”, en la que cada año, se toma el 6 por ciento del valor inicial del fondo. Otra posibilidad, es usar la “*regla inflada del 4%*” que consiste en tomar el 4 por ciento del valor inicial del fondo y luego aumentar esa cantidad cada año con la inflación. Esta estrategia está muy extendida en EE.UU. y constituye un elemento clave para tomar la decisión de cuándo se ha llegado a un nivel de ahorro suficiente para poder jubilarse. La “*regla de la fecha fija*” va licuando el fondo de ahorros a lo largo del período hasta una fecha concreta, es decir, cada año se saca el valor actual del fondo dividido por los años hasta esa fecha. Por último, puede utilizarse la “*regla de Expectativa de Vida*” en la que cada año se extrae el valor actual del fondo dividido por el promedio de la esperanza de vida restante en ese momento.

Tabla 4. COMPARATIVA ENTRE LAS OPCIONES DE GESTIÓN INDIVIDUAL DEL AHORRO

	Recomendado para	A favor	En contra
Regla del 6%	Quien quiere gastar más al principio y no le preocupa la herencia.	Simple. Porcentaje fijo de antemano.	No crece con la inflación y puede acabarse el fondo.
Regla inflada del 4%	A quienes están preocupados por no quedarse sin el complemento y por la herencia.	Aumenta con la inflación y está enfocada a que dure toda la vida.	Ingresos más bajos que con las otras opciones y que puede acabarse el fondo.
Regla de la fecha fija:	A quienes tienen otros recursos después de esa fecha.	Ingresos seguros hasta una fecha.	Cambia cada año y hay que recalcularlo.
Regla de Expectativa de Vida	A quienes quieren maximizar los ingresos y no les preocupa el legado.	Proporciona ingresos toda la vida*	Se reduce los últimos años y el cálculo es más complicado.

Fuente: O'Connell *et al.* (2016).

* Aunque pueda parecer que si no se acierta en el cálculo de la esperanza de vida este producto no va a funcionar, lo que ocurre es lo contrario, se va adaptando a la esperanza de vida restante y como en términos relativos esa va creciendo conforme va aumentando la edad, el resultado es que el valor actual del fondo se divide por un número mayor de años, y conforme se avanza en la edad la cuantía que se saca del fondo es inferior a la del año anterior, ya que queda menos total en el fondo y además la esperanza de vida restante ha disminuido menos de un año por el efecto de la edad ya alcanzada, lo cual corresponde al concepto de retiro programado.

2. La práctica de la gestión del ahorro tras la jubilación

En esta segunda parte del estudio repasamos la intervención de los diferentes elementos relevantes en la decisión de optimizar la gestión del ahorro para la jubilación y en su etapa posterior. En primer lugar vemos el diagrama de decisión para poder evaluar posteriormente el impacto de las decisiones de los gobiernos y describir la aportación que se espera de los asesores. Antes de finalizar, mostramos las inquietudes de quienes son los principales protagonistas del ahorro tras la jubilación, aquellos que tras una vida activa se encuentran inmersos precisamente en estos momentos en la fase de desacumulación.

2.1 Proceso de decisión del ahorrador

El análisis realizado en los apartados anteriores ha puesto de manifiesto la existencia de un amplio abanico de productos ofertados desde el ámbito financiero-asegurador, tanto en el contexto de las rentas vitalicias como de otro tipo de productos de carácter más financiero o ligado al patrimonio inmobiliario de la persona. No obstante, ¿qué mix de productos sería óptimo en cada circunstancia personal y cuáles son sus ventajas e inconvenientes? Esta es, sin duda, una pregunta de especial relevancia, no solo para el individuo que desea tener garantizado un determinado nivel de ingresos en su vida pasiva, que complementen los derivados de las prestaciones que pueda obtener a nivel público, sino también para la entidades financieras y aseguradoras, que tienen entre sus objetivos prioritarios prestar un servicio de orientación hacia sus clientes.

El conocimiento de la persona y el asesoramiento sobre los instrumentos que mejor se adaptan a sus características son ahora los ejes principales en el papel que estas empresas pasan a desempeñar a la sociedad, como complementarias, y no sustitutivas, de la actuación llevada a cabo por el Estado.

Los factores a tener en cuenta a la hora de establecer el óptimo de los productos para gestionar el ahorro se muestran en las tablas 5 y 6. Junto a cada uno de ellos se presentan los objetivos perseguidos con su inclusión. Hemos distinguido entre los factores a tener en cuenta en la etapa previa y aquellos que se relacionan con la situación alcanzada tras la jubilación.

Tabla 5. FACTORES A TENER EN CUENTA EN LA SELECCIÓN DE PRODUCTOS PARA GESTIONAR EL AHORRO (FASE DE ACUMULACIÓN)

Factores	Objetivos
1. Edad actual del decisor.	Tener en cuenta el periodo de tiempo en el que va a poder hacer aportaciones y la mayor o menor distancia respecto a la edad de jubilación.
2. Capacidad de comprensión de los conceptos económicos y financieros fundamentales (inflación, diversificación, volatilidad, longevidad).	Adecuar la explicación del producto a la capacidad cognitiva de la persona, con el lenguaje apropiado. Garantizar que la persona ha tomado conocimiento de los diferentes riesgos por los que puede verse afectado.
3. Cuantía de la pensión pública.	Ayudar a la persona a estimar el monto futuro de su pensión pública en base a sus características particulares. Utilizar simuladores que ayuden en esta función.
4. Edad de jubilación o posterior a la misma a la que se desea percibir rentas complementarias.	Determinar el momento en el que la persona comenzará a cobrar la prestación complementaria.
5. Posibilidad de rescate o reducción en los productos.	Asesorar sobre la posibilidad de rescatar las cantidades ahorradas o reducir las aportaciones correspondientes, y garantizar que el cliente entiende las consecuencias derivadas.
6. Vínculos y responsabilidades familiares, número de personas afectadas.	Determinar el número de personas afectadas por la prestación complementaria. Asesorar teniendo en cuenta la situación socioeconómica del grupo, en la medida de lo posible y las edades de sus miembros.

Fuente: Guillen *et al.* (2017)

Tabla 6. ELEMENTOS A TENER EN CUENTA CORRESPONDIENTES A LA ETAPA DE DISPOSICIÓN DEL AHORRO (FASE DE DESACUMULACIÓN)

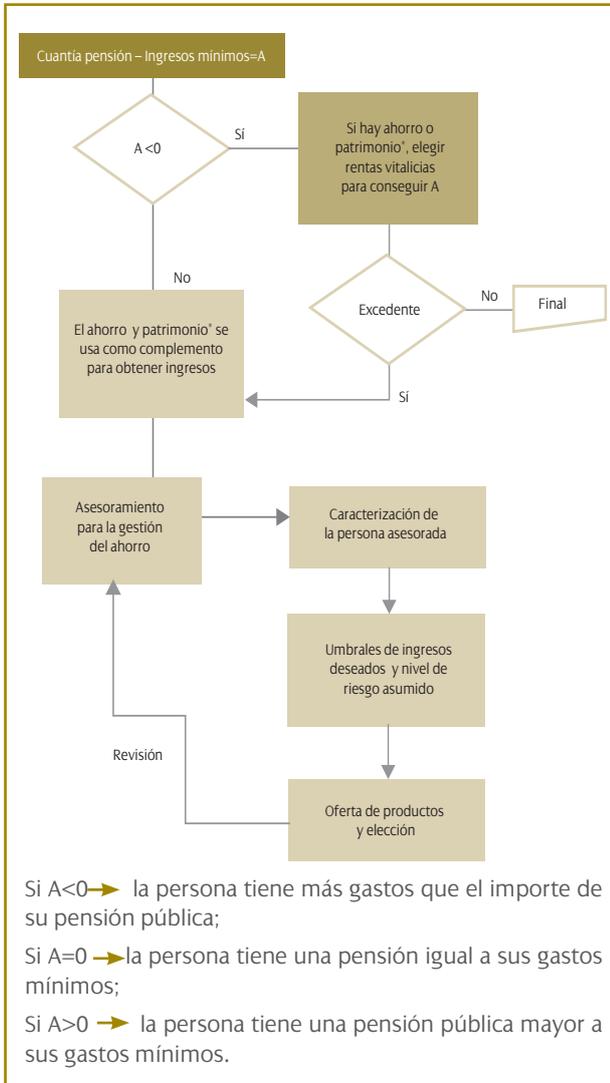
Factores	Objetivos
7. Nivel alcanzado con los ahorros financieros y para la jubilación.	Determinar el nivel de riesgo que la persona puede asumir en función de la cantidad de ahorro alcanzada en la jubilación. Garantizar que el individuo entiende el nivel de riesgo asumido con la contratación de cada tipo de producto.
8. Nivel deseado de ingresos mínimos.	Establecer una escala que permita distribuir productos según el nivel de ingresos que quiera tener la persona, siempre garantizando el mínimo necesario.
9. Existencia de patrimonio inmobiliario y restricciones sobre el mismo.	Conocer el volumen de ahorro no financiero de la persona, particularmente patrimonio inmobiliario, y si puede disponer de él para garantizar coberturas de pensiones complementarias. En la medida de lo posible, validación no solo a nivel individual sino también familiar.
10. Deseo de legado y participación de los herederos en la toma de decisiones.	Orientar sobre tipos de productos teniendo en cuenta el binomio renta a cobrar durante la vida pasiva - capital al fallecimiento.
11. Estado de salud de la persona y perspectivas de cuidados (posibilidad o no de recibir ayuda informal por parte de familiares).	Enmarcar la orientación en el amplio conjunto del estado del bienestar: garantizar pensiones pero también estado de salud y prestación de los cuidados necesarios.
12. Conocimiento de los riesgos en las decisiones sobre el ahorro tras la jubilación (nivel de riesgo que se desea asumir -bajo, medio, alto).	Orientar a la persona sobre los diferentes riesgos que pueden afectar al ahorro dispuesto durante la jubilación y hacer una escala de posicionamiento del cliente sobre cómo quiere asumirlos (perfiles de productos de riesgo bajo, medio y alto).
13. ¿Se quiere tomar una única decisión sobre la jubilación o se quiere revisar? En este último caso, ¿con qué periodicidad?	Determinar con el cliente la posibilidad de revisar la decisión sobre los tipos de productos con los que gestionar el ahorro a largo plazo, adecuándolos al acacimiento o no de determinados riesgos (durante la vida activa y/o pasiva).
14- ¿Se va a autogestionar? En casos en los que existe un mayor nivel de ahorro, ¿se desea una orientación financiera integral? ¿Se transfiere la gestión completamente?	Establecer con el cliente la posibilidad de gestión total o parcial del ahorro, con un plan estructurado de decisiones de inversión, teniendo en cuenta también factores de entorno (situación de los mercados de deuda, mercados bursátiles, etc.).

Fuente: Guillen *et al.* (2017)

El esquema que planteamos para optimizar la toma de decisiones aparece en la figura 3. En este sentido, en términos generales, proponemos comenzar comparando la cuantía de la pensión pública con los ingresos mínimos esenciales. Si la pensión pública no cubre ese mínimo, se compara la diferencia con la renta vitalicia garantizada que permiten obtener

los ahorros líquidos. Si no es posible cubrir esa diferencia, se valora la posibilidad de utilizar el patrimonio inmobiliario. En caso de que haya ahorro suficiente se procede al análisis de los productos. Si la aversión al riesgo es baja se pueden asumir productos que tengan un componente de inversión en renta variable más elevado.

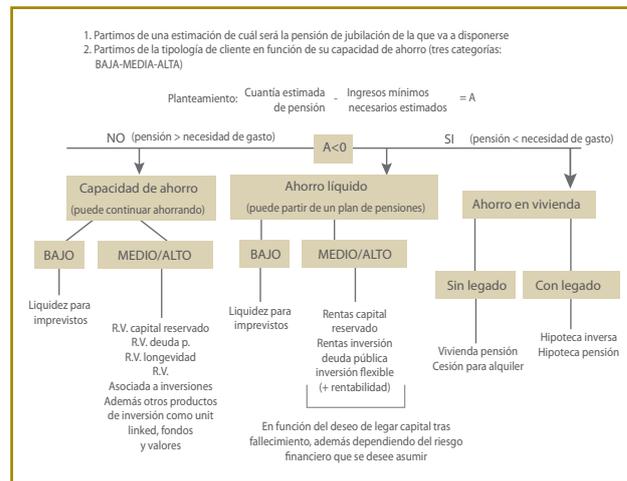
Figura 3. TOMA DE DECISIONES SOBRE EL AHORRO A LARGO PLAZO



*En este caso hay que distinguir si es primera vivienda o segundas residencias, y analizar las diferentes posibilidades que se abren en términos de contratación de productos, analizadas en este documento.

El esquema planteado en la figura 4 profundiza en el planteamiento general propuesto en la figura 3 teniendo en cuenta diferentes variables de segmentación, como pueden ser la capacidad de ahorro financiero de la persona (categorizado en tres posibilidades, bajo, medio y alto), el poseer o no activos inmobiliarios, el tener o no familia, y los diferentes tipos de productos destinados a la complementariedad de las pensiones públicas y al ahorro a largo plazo (analizados en apartados anteriores del texto). Todo ello acompañado de una primera estimación, realizada durante la vida activa de la persona sobre la pensión que recibirá del sistema público, en base al uso de un simulador como el elaborado en el marco de la *XIª Edición del Premio Edad & Vida*.

Figura 4. SEGMENTACIÓN EN LA TOMA DE DECISIONES Y MIX DE PRODUCTOS



La interpretación de la figura 4 es la siguiente. Dada la estimación de la pensión pública para un determinado individuo tenemos en cuenta la tipología de cliente según su capacidad de ahorro (tres categorías: baja-media-alta). Calculamos la diferencia entre la cuantía estimada de pensión y los ingresos mínimos necesarios (a esta diferencia, como vemos en la figura 3, la denominamos A):

1. Si $A < 0$ (pensión pública menor que las necesidades de gasto, parte derecha de la figura 4): la cuantía estimada de pensión a obtener del sistema público es inferior a los ingresos mínimos necesarios, por lo que se hace necesario analizar la capacidad de ahorro de la persona, bien en activos financieros (es lo que hemos denominado ahorro líquido), bien en activos no financieros (fundamentalmente, inmobiliarios).

En el caso de disponer de capacidad de ahorro en activos financieros, segmentamos por el nivel de ahorro, proponiendo tipologías de productos que tienen en cuenta la mayor o menor preferencia por la recepción de ingresos periódicos en forma de rentas, o por generar capitales al fallecimiento para los beneficiarios. Así:

- a. Si la capacidad de ahorro en activos financieros es baja: se recomienda no hacer uso del ahorro acumulado y adaptar el nivel de vida a lo que aporte la pensión pública. De este modo, el ahorro se podrá reservar para algún imprevisto que pueda surgir.
- b. Si la capacidad de ahorro en activos financieros es media/alta: tras reservar una parte para posibles imprevistos, la propuesta recogería un mix de productos del tipo rentas vitalicias de capital reservado, rentas vitalicias con inversión en deuda pública o rentas capaces de adaptarse a aumentos en la longevidad. El importe de las rentas aseguradas debería dimensionarse para dar cobertura, como mínimo, a los gastos corrientes previsibles. La selección de una variante u otra de estos productos dependerá por tanto de la necesidad de ingresos complementarios, del mayor o menor deseo de dejar capital al fallecimiento y del nivel de rentabilidad buscada.

En el caso de disponer únicamente de inversión en vivienda, la segmentación la realizamos atendiendo al tipo de estructura familiar que presenta el individuo.

- a. Si no tiene un entorno próximo o los allegados prefieren renunciar al patrimonio inmobiliario: propondríamos el uso de productos tales como la vivienda pensión o la cesión para alquiler.
- b. Si tiene familia y no se quiere perder el derecho a recuperar la vivienda a la muerte de la persona: sugeriríamos productos tales como la hipoteca inversa o la hipoteca pensión.

2. Si $A > 0$ (pensión pública mayor que las necesidades de gasto, parte izquierda de la figura 4): la cuantía estimada de pensión a obtener del sistema público es superior a los ingresos mínimos necesarios, por lo que los gastos corrientes están cubiertos. A partir de ahí, habrá que considerar 2 aspectos pa-

ra decidir qué hacer con el ahorro acumulado: 1) la cuantía del ahorro financiero, y 2) la aparición de necesidades adicionales más allá de la cobertura de gastos corrientes, como podría ser la planificación de la herencia.

- a. Si la capacidad de ahorro en activos financieros es baja: la propuesta iría dirigida en este caso a mantener el ahorro para cubrir posibles imprevistos.
- b. Si la capacidad de ahorro en activos financieros es media/alta, la propuesta iría dirigida a mantener un mix más amplio de productos, teniendo en cuenta el mantenimiento de algún saldo que pueda ofrecer liquidez en caso de surgir un imprevisto, el nivel de riesgo que se quiera asumir y el interés por dejar la herencia planificada. En este sentido, tendrían cabida productos con liquidez alta, rentas vitalicias, y si la capacidad de ahorro es alta daríamos entrada también a productos de inversión, potenciando la búsqueda de mayores rentabilidades, como pueden ser los unit-linked, fondos de inversión, valores, ...

2.2 Orientación financiera

Las reglas fundamentales sobre la orientación financiera en la gestión del ahorro durante la jubilación surgen de la inquietud por saber cuál debe ser este de cara a garantizar la estabilidad de los ingresos en las personas mayores y su capacidad de hacer frente a los riesgos. Distinguimos en este apartado entre los asesores y los receptores de la orientación.

2.2.1 La visión de los asesores

Para poder efectuar la orientación personal se recaba información en diferentes entidades aseguradoras y de banca seguros sobre cuál es la mejor respuesta respecto a los ítems que aparecen en la tabla 7. Asimismo, en la tabla 8 se presentan las respuestas que formulan en relación a las principales dificultades encontradas.

Tabla 7. ELEMENTOS A TENER EN CUENTA CORRESPONDIENTES A LA ETAPA DE DISPOSICIÓN DEL AHORRO (FASE DE DESACUMULACIÓN)

Edad de inicio de planificación de la jubilación	A partir de los 55-60 años, según situación laboral, perspectiva de jubilación... para empezar a reflexionar sobre decisiones que se tomarán una vez jubilado, pero idealmente lo antes posible.
Frecuencia de revisión	En función de las necesidades de cada uno pero muy especialmente si cambian las circunstancias.
Información a analizar	<p>Posición global de patrimonio, relación de ingresos (laborales si procede y otros), edad de jubilación prevista (los que se están preparando anticipadamente), importe de pensión de jubilación, relación de gastos y otras responsabilidades financieras.</p> <p>Para realizar un buen estudio es necesario conocer los ingresos y los gastos previstos una vez jubilados (a nivel del núcleo familiar), y el patrimonio disponible para que, en caso de tener más gastos que ingresos, analizar qué es materializable en dinero y cómo y cuándo para ser lo más favorable financiera y fiscalmente para el cliente. Por tanto, para un mejor análisis, debe incluir también ingresos recurrentes y detalle del patrimonio financiero e inmobiliario del cliente.</p>
Presencia del entorno afectivo	Al ser un tema muy personal, desde las entidades financieras se recomienda, especialmente en las personas de mayor edad, implicar a los más allegados en la toma de decisiones, pero se debe respetar en todo momento la decisión de la persona.
Comparar la opinión de varios expertos	Puede ser adecuado en determinados casos para reforzar la confianza y el entendimiento del cliente sobre la propuesta.

Tabla 8. PRINCIPALES DIFICULTADES PARA ORIENTAR DE LOS RIESGOS EN LA FASE DE DISPOSICIÓN

¿Cómo evaluar el nivel de conocimientos financieros del cliente?	Basado en relación personal de años y complementada con test.
¿Cómo evaluar la aversión al riesgo del cliente?	Test de aversión al riesgo complementado por el conocimiento histórico del cliente y su reacción a escenarios de pérdidas y ganancias.
¿Cómo verificar el nivel de ingresos mínimos?	<p>Pregunta directa en caso de que el cliente no tenga domiciliados la mayoría de sus gastos corrientes, o análisis de movimientos bancarios en caso de ser un cliente muy vinculado</p> <p>Lo mejor es mostrar una plantilla al cliente para que pueda pensarlo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Gastos mensuales de vivienda (alquiler, hipoteca) - Gastos de suministros (luz, gas, agua, teléfono,...) - Gastos vitales (alimentación, ropa, salud, ayuda en casa...) - Otros gastos (seguros, ocio, ayuda a familiares)
¿Cómo averiguar el nivel deseado y el óptimo?	Pregunta directa sobre expectativas de vida, media de gastos del mercado o del cliente, conocimiento sobre los ingresos del cliente asegurado, información de mercado sobre gastos relacionados con la longevidad o la pérdida de salud.
¿Cuáles son los puntos más difíciles de comunicar y/o entender?	Los relacionados con los rescates de productos y el dimensionamiento de la reserva de ahorros a guardar para posibles riesgos del cliente (longevidad, inflación, salud...)

Se concluye la necesidad de mejorar la educación financiera y el conocimiento en la sociedad, a través de la difusión en los medios y la colaboración con entidades que persiguen fines sociales.

2.2.2 La visión de los receptores de la orientación

Para llevar a cabo este apartado se contactó con un grupo seleccionado de personas ya en la etapa de desacumulación para conformar un grupo focal adecuado. El grupo estaba formado por hombres y mujeres de distintas procedencias y situaciones personales. El contenido de las sesiones de trabajo con este grupo se describe con mayor nivel de detalle en el Anexo III y aquí se presenta una síntesis de las principales ideas en torno a las cuatro cuestiones formuladas relacionadas con i) qué necesitan para estar tranquilos respecto a la gestión de sus ahorros, y si prefieren opinar en las sugerencias que les hacen las personas que les orientan (incluidos familiares) o no intervienen en las mismas; ii) qué es lo que no les gusta del asesoramiento financiero que reciben y qué les gusta; iii) cuáles eran sus deseos y preocupaciones antes de jubilarse y si se sienten satisfechos ahora que están jubilados; y iv) mirando hacia atrás, qué habrían hecho de forma diferente antes de jubilarse respecto a sus ahorros.

Los receptores de la orientación necesitan estar **tranquilos respecto a la gestión de sus ahorros**, pero toman decisiones sobre la gestión de los mismos de forma bastante autónoma en relación a un determinado porcentaje de dichos ahorros (aunque puede llegar a alcanzar cifras elevadas de hasta el 80% -incluso del 100%- si poseen elevados conocimientos financieros). Valoran muy negativamente un mal consejo proveniente de un asesor y, por extensión, de la entidad de la que proviene, por lo que suelen premiar la diversificación. Temen ser víctimas del engaño y se desorientan fácilmente con las ofertas no financieras que rodean a algunos productos. La búsqueda de asesoramiento sobre la gestión de los ahorros en asesores independientes, externos a entidades financieras, recibe una valoración en general positiva, aunque a veces dichos asesores, siendo profesionales, forman parte de su círculo familiar o de amistades. No obstante, cuando el asesor de la entidad financiera demuestra un nivel de formación y conocimientos suficientes la valoración también es positiva.

Su principal conclusión respecto a la orientación es la necesidad de **claridad y transparencia** en la explicación de los productos y su impacto fiscal. Los jubilados actuales pertenecen a generaciones que han obtenido elevadas rentabilidades en productos financieros en el pasado, por ello, aun siendo conscientes de la situación financiera actual y de que los tipos de interés no son los mismos, echan de menos poder conseguir rentabilidades atractivas.

Valoran muy positivamente que se les ofrezcan **ejemplos sencillos** para analizar las diferencias entre unos u otros productos de inversión y que se aclaren los mínimos garanti-

zados. Critican que determinados productos se hayan distribuido por las entidades financieras sin ofrecer la información necesaria, incluso sin ser suficientemente entendidos por los propios asesores. Además, les influye mucho la **empatía** que les transmite la persona que les orienta y su pedagogía. Un mal trato puede ser motivo suficiente para llevarse todos los ahorros de la entidad financiera o del gestor correspondiente. Por extensión, no conciben la orientación financiera sin que se tenga en cuenta las **circunstancias particulares** de cada persona a la hora de gestionar sus ahorros.

Respecto a cuáles eran los deseos y preocupaciones antes de jubilarse y si se sienten satisfechos ahora que están jubilados, opinan que el diferimiento en el pago de impuestos que pueden llevar asociados algunos productos tiene que ser perfectamente explicado, para que no se considere como una falta de información o de transparencia en un momento muy relevante en la vida de la persona, como es el de su jubilación. Además, se muestran insatisfechos porque la rentabilidad que esperaban está por debajo de la que preveían y las perspectivas que tenían sobre las pensiones que cobrarían en su jubilación se ven ahora sometidas a porcentajes bajos de revalorización y además con fines en algunos casos no esperados, como la ayuda a los hijos.

Respecto a los consejos que darían a una persona que está a punto de jubilarse, señalan:

- 1) La conveniencia de que sean realistas sobre las pensiones públicas que cobrarán, sobre todo desde el punto de vista de la baja revalorización que se espera para las mismas si se mantiene el sistema actual.
- 2) Recomiendan además que piensen en necesidades adicionales de gasto que puedan surgir como consecuencia fundamentalmente del envejecimiento, y que pueden no haber sido tenidas en cuenta de manera previa. Sobre todo las derivadas de necesidades de ayuda de terceras personas para la realización de las actividades básicas de la vida diaria, pero también las derivadas de las ayudas que los propios pensionistas ofrecen a otras personas de su entorno.
- 3) Todos los receptores de la orientación coinciden en señalar que las decisiones de ahorro a largo plazo, o sobre la forma de inversión, vienen condicionadas por la situación de cada persona y por el momento del tiempo, por lo que se congratulan de que se vayan generando protocolos que conduzcan a una mejora en el asesoramiento en todas sus dimensiones y en el trato recibido, en particular.

2.3 Papel de los Gobiernos en el desarrollo de productos de ahorro a largo plazo

Probablemente, el riesgo más significativo que ya hemos analizado a lo largo del documento es el riesgo vinculado a la longevidad, es decir, el riesgo de que se sobreviva más tiempo de lo que se esperaba en el diseño de la pensión. Este riesgo puede ser tanto individual (del propio jubilado que ha generado derecho a pensión) como conjunto (si tenemos en cuenta la longevidad conjunta de toda una población) viéndose un aumento generalizado de la esperanza vida. Desde 1970 hasta 2015, la esperanza de vida en España se ha incrementado en más de diez años, desde los 70 hasta sobrepasar los 80. De hecho, se suele decir que cada 5 años la esperanza de vida de la población española ha ido aumentando 1 año, y actualmente se sitúa por encima de los 83 años.

En el caso de que una persona viva más tiempo de lo esperado puede ver como sus ahorros se reducen progresivamente con el consiguiente efecto sobre su nivel de consumo y calidad de vida. El efecto de la longevidad conjunta puede ser incluso más significativo. De hecho es una de las causas que se han puesto de manifiesto en las sucesivas reformas que se han llevado a cabo en diferentes países para garantizar la sostenibilidad de los sistemas de pensiones: el aumento de la esperanza de vida para la población en general, tanto al nacer, como a partir de la edad de jubilación, desapareciendo el efecto compensatorio que tradicionalmente había funcionado en el ámbito de las pensiones y seguros, de mayores esperanzas de vida para ciertos individuos compensando las menores esperanzas de vida de otros.

El diseño de productos que garanticen el cobro de pensiones suficientes y sostenibles en el tiempo para los ciudadanos es una obligación de cualquier gobierno, independientemente de la ideología que le caracterice. Se trata de anticipar, en la medida de lo posible, el efecto de los diferentes riesgos que pueden afectar a un sistema de pensiones, sea este público o privado, sea de primer, segundo o tercer pilar, sea de reparto, capitalización o mixto.

Aunque es difícil hacer una clasificación exhaustiva de los diferentes riesgos que pueden afectar a la población jubilada, seguimos a Bravo y Holzmann (2014) para analizar las diferentes contingencias que deberían analizarse en la generación de productos para la etapa de desacumulación de las pensiones y que los gobiernos han de tener analizados o estudiados con profundidad.

Adicionalmente, el riesgo de longevidad puede afectar a aquellas prestaciones que se otorgan en concurrencia con otras. En España, por ejemplo, los pensionistas pueden

cobrar simultáneamente la pensión de jubilación junto a la pensión de viudedad. Hasta ahora la incidencia de la concurrencia de pensiones se enmarcaba dentro de márgenes asumibles, teniendo en cuenta que las pensiones de viudedad se pagaban fundamentalmente a mujeres que no habían generado derecho a pensión de jubilación por haberse dedicado a las tareas del hogar (de hecho, el origen de la pensión de viudedad fue precisamente el otorgar protección a estas mujeres a la muerte del marido). Sin embargo, la mayor inserción de las mujeres en el mercado laboral, y el hecho de que probablemente sobrevivan a sus maridos, pronostica un cambio de escenario, con aumentos esperados en el pago de pensiones en concurrencia (Alaminos y Ayuso, 2015).

Es labor de los gobiernos realizar análisis exhaustivos de cómo el riesgo de longevidad individual y conjunto puede afectar a su sistema de pensiones, mediante el cálculo de proyecciones que incorporen diferentes escenarios sobre el comportamiento de las componentes demográficas (mortalidad, pero también natalidad y movimientos migratorios).⁷

Los riesgos de inversión y de inflación, desde un punto de vista macroeconómico, son extremadamente relevantes en el diseño de mecanismos de desacumulación. Básicamente, porque una manera de hacer prosperar los mecanismos de ahorro a largo plazo es garantizando una adecuada rentabilidad para los mismos. Las fluctuaciones en los tipos de interés pueden afectar significativamente a las inversiones realizadas por las personas durante su vida activa, y lógicamente ello afectará a la fase de desacumulación. Los gobiernos han de velar por la existencia de una información transparente y cercana a los individuos, que han de tener pleno conocimiento de las consecuencias que pueden derivarse de una u otra opción de inversión. Cabe recordar la conveniencia de pensar en estos productos como productos de inversión a largo plazo, pero siempre pensado en la recuperación de cantidades suficientes para garantizar el nivel de vida y la cobertura de gastos en la vejez requeridos por los pensionistas. Hemos analizado a lo largo del texto la existencia de un amplio abanico de mecanismos asociados a la fase de desacumulación: todos ellos han de contar con la regulación legal y el desarrollo normativo suficiente para garantizar el cobro de prestaciones justas.

Del mismo modo, es necesario tener controlado en el diseño el riesgo de inflación. Lógicamente, una subida generalizada de los precios puede erosionar el valor real de

⁷ Ver, por ejemplo, Ayuso et al. (2015).

las prestaciones, con una pérdida de poder adquisitivo de los pensionistas. En este aspecto es fundamental que los gobiernos dispongan de mecanismos de análisis del efecto inflacionario sobre el cobro de las pensiones y, además, es extremadamente necesario analizar los hábitos de compra de los pensionistas, observando como el movimiento de la inflación puede afectar a su día a día.

Bravo y Holzmänn (2014) hacen referencia también al riesgo de crédito, en el sentido de valorar que las empresas e individuos sean incapaces de hacer frente a sus obligaciones contractuales. Aunque así explicado puede asociarse más a las obligaciones contraídas, por ejemplo, por empresas aseguradoras y gestoras de fondos de pensiones, el riesgo puede extenderse a nivel gubernamental si no se realiza la gestión adecuada de las entradas de capital para financiar el pago de las pensiones (pensemos, por ejemplo, en la gestión de las cantidades recaudadas a partir de las cotizaciones laborales realizadas por los trabajadores en sistemas de reparto como el español, o en la gestión de las cantidades ingresadas en sistemas de cuentas individuales, como el chileno).

Especialmente relevante es el riesgo de iliquidez, es decir, el riesgo de que los ahorros que la persona ha realizado durante su vida activa no sean fácilmente convertibles en dinero en caso de ser necesario. Este es un problema que puede afectar seriamente a las pensiones de diferentes economías como la española, en la que se encuentra muy arraigado el sentido de propiedad de la vivienda, sobre todo, bajo el deseo de dejarla en herencia a los descendientes. La propiedad de la vivienda hace que los pensionistas no puedan considerarse pobres en sentido estricto (son dueños de inmuebles) pero puede ser una inversión no adecuada para hacer frente a determinados gastos que surgen durante el envejecimiento (ver Alaminos et al. 2016 para analizar el riesgo de iliquidez de la población de mayor edad en España ante la aparición de necesidades de cuidados de larga duración). En contextos en los que la inversión en vivienda concentre elevados porcentajes del ahorro de los pensionistas los gobiernos deberían abogar por el incentivo de productos como la hipoteca inversa u otros productos ligados a pensiones inmobiliarias. En este aspecto podría entrar en juego el denominado riesgo de legado, que como puede intuirse, es el referido al ya mencionado deseo de dejar la vivienda en herencia. El diseño de las hipotecas inversas debe contemplar, como ya suele ocurrir, la posibilidad de que la propiedad del inmueble vuelva a ser de los herederos, en caso de poder hacer frente a la deuda generada.

Directamente asociado con el riesgo de longevidad nos encontramos el riesgo de deterioro en el estado de salud.

Diferentes estudios confirman que a medida que el individuo envejece aumenta la probabilidad de que sufra enfermedades. Más aún, relacionado con lo que comentábamos en el párrafo anterior, aumenta la probabilidad de que necesite ayuda de terceras personas para realizar las actividades de la vida diaria, con el desembolso monetario que ello lleva asociado. A pesar de que en diferentes economías, como la española o la alemana, existe regulación legal de la cobertura de dependencia, queda demostrado que las prestaciones públicas recibidas no suelen ser suficientes para afrontar los gastos, siendo necesario el copago por parte del individuo o de sus familias. La actuación de los gobiernos cobra también en este punto una importancia destacable. Los cambios en las estructuras familiares, provocados por los importantes descensos en las tasas de natalidad, hacen prever grandes descensos en la prestación de cuidados informales al mayor (aquellos que son prestados por las propias familias). De este modo, los gobiernos han de hacer planificaciones presupuestarias para el mantenimiento (y, si es posible, la mejora) del estado de bienestar en términos globales. Nos referimos no solo a garantizar la sostenibilidad y suficiencia de los sistemas de pensiones sino también las propias de los sistemas de dependencia. Una conclusión similar se ha de realizar para el sistema de salud en general.

El riesgo de conversión a renta goza también de especial relevancia en la etapa de desacumulación. Nos referimos al hecho de que la decisión del pensionista de cobrar la pensión en forma de renta no se haga en el momento adecuado, fundamentalmente por la existencia de condiciones económicas adversas (por ejemplo, épocas de bajos tipos de interés). Si se aboga por el desarrollo de rentas como el mejor producto para vehicular el pago de las pensiones, se requiere de medidas gubernamentales que potencien su desarrollo, aún en los peores momentos económicamente hablando.

Los gobiernos deben informar a los ciudadanos de la pensión que se espera cobren en el momento de su jubilación.

Disponer de sistemas transparentes y realistas sobre las prestaciones que se espera reciban los individuos bajo la formulación de escenarios optimistas, pesimistas y neutros es sin duda un acto de valentía y de rigurosidad gubernamental. Los gobiernos han de conceder a sus ciudadanos el derecho a saber la pensión que les corresponderá en el futuro, para que sean éstos quienes decidan acerca de la suficiencia en función de sus necesidades individuales. El desarrollo de sistemas complementarios privados no ha de verse como una alternativa sustitutiva de los sistemas públicos de pensiones, sino como una opción complementaria.

Especialmente relevante en el análisis realizado es el denominado riesgo de impuestos. Nos referimos al hecho de que se produzcan cambios fiscales que afecten directamente al cobro de las pensiones o las declaraciones impositivas de las mismas. Y no solo en el momento de la desacumulación. Es necesario que los gobiernos regulen adecuadamente las cargas impositivas que pueden practicarse durante la fase de acumulación, por ejemplo, en relación a los impuestos aplicados a determinadas inversiones. Es igualmente relevante en este punto destacar la regulación de las comisiones máximas y mínimas que pueden cobrar los diferentes agentes relacionados con la distribución de productos destinados al ahorro para la jubilación. Deben existir reglas que garanticen la adecuada competencia, sobre todo, en el contexto de mercados globalizados.

El rol de los poderes públicos es, por tanto, primordial. Una u otra orientación política determinará la forma en que los pensionados van a poder vivir. Su capacidad de influencia está en todos los ámbitos, desde establecer mecanismos obligatorios, incentivar unas opciones sobre otras (con fiscalidad favorable, por ejemplo), de permitir y apoyar el desarrollo de determinados productos y mercados, y en última instancia, de la responsabilidad sobre el devenir de sus propios ciudadanos y de la protección social que les debe. Uno prioritario es fomentar la educación financiera para que los ciudadanos tengan unos mínimos criterios a la hora de tomar decisiones.

Las rentas vitalicias constituyen el producto más adecuado para lograr los objetivos básicos de un sistema de pensiones, pero es cierto que su escasa flexibilidad y la insuficiencia de activos de largo plazo para darles cobertura no han logrado que se consoliden como un producto mayoritario. Hace falta un profundo trabajo de los gobiernos e instituciones financieras internacionales para favorecer mercados de garantías frente a la evolución favorable de la longevidad y de activos de muy largo plazo que permitan un desarrollo eficiente de las rentas vitalicias. Eso permitiría que desde el sector asegurador se pudieran dar más alternativas válidas, flexibles y con costos razonables destinadas a las personas jubiladas.

Por el lado de la demanda, las rentas vitalicias todavía son vistas como instrumentos de inversión y no como elementos que mitigan los riesgos, lo que las hace poco atractivas. Deberían ser enfocadas desde el punto de vista de un producto de seguro, que garantiza que las personas puedan seguir percibiendo ingresos si sobreviven a la expectativa para la cual se acumularon recursos durante la actividad. Benartzi et al. (2011) explican que hay que valorar tanto el efecto *framing* (presentar las rentas como opciones de consumo y no como opciones de inversión), como la contabilidad mental de las

personas, que valoran más “un cheque grande” que varios pequeños.

Los poderes públicos tienen el reto de facilitar el desarrollo de un mercado eficiente de rentas vitalicias a través de:

- Estructuras de impuestos incentivadoras⁸.
- Emitir e incentivar la emisión de activos financieros de muy largo plazo, como bonos de longevidad o deuda perpetua o a muy largo plazo.
- Facilitar la puesta en marcha de mercados de cobertura de riesgos de longevidad⁹.

Fomentar la innovación es, sin duda, también de gran relevancia. Aunque este aspecto le corresponde más a la industria, al menos los Gobiernos deberían crear un marco apropiado para un desarrollo que permita más competencia, más diversidad, mejores coberturas y mejores precios.

Es importante que existan cauces para que las personas que no han acumulado activos para su jubilación a través de vehículos específicos (planes de pensiones, seguros), pero que son propietarias de otros activos (inmobiliarios), puedan hacer líquidos estos activos y dedicarlos de forma expresa a la jubilación, como por ejemplo a través de hipotecas inversas u otras fórmulas financieras apropiadas¹⁰. En definitiva, sería muy recomendable que el papel del Estado contemplara la jubilación en todas sus dimensiones, incluyendo no sólo una visión sobre los años cotizados, así como el tipo de cotización, sino además se vehicularan incentivos fiscales y se facilitara en el caso de España el desarrollo de productos para la jubilación vinculados a la propiedad de una vivienda, dado que este es el tipo de ahorro más extendido entre la población.

⁸ Ver una extensa revisión del tratamiento fiscal de los planes de pensiones privados en los países de Europa y OCDE en OCDE (2015). *Stocktaking of the tax treatment of funded private pension plans in OCDE and EU countries* (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/financial-incentives-retirement-savings.htm>)

⁹ Por ejemplo, *swaps* basados en índices de longevidad (OCDE 2012).

¹⁰ Una mayor explicación acerca de las hipotecas inversas puede encontrarse en Valero (2013).

2.4. Guía de buenas prácticas para una óptima orientación financiera tras la jubilación.

La “Guía de Buenas Prácticas para el Asesor de Pensiones” es el resultado principal de este proyecto. Entendemos que nada mejor que un protocolo que se adapte a las circunstancias reales y a las posibilidades de los distintos agentes, para garantizar un planteamiento adecuado en las elecciones de los ahorradores. Por ello, y basándonos en experiencias similares en otros países¹¹ así como en la opinión de expertos, se presenta una guía para realizar la orientación en cuestiones relacionadas con el uso del ahorro en la etapa de jubilación en base a los siguientes puntos fundamentales:

1. Conocer el Sistema de Pensiones, el funcionamiento de los productos existentes en el mercado y las entidades que participan en el mismo.

Los asesores deben estar familiarizados con el sistema público de prestación definida así como de sus factores de sostenibilidad, a fin de poder proyectar a futuro su evolución así como su impacto sobre la persona asesorada. Del mismo modo, deben conocer qué productos existen en el mercado, sus ventajas fiscales y cuáles son las características de las entidades que los ofrecen.

2. Analizar las necesidades de ingresos de jubilación del cliente.

Es fundamental que se tengan en cuenta las necesidades de ingresos del cliente en la jubilación (y las necesidades de ingresos de su cónyuge u otro beneficiario). Al asesorar sobre los ahorros tras la jubilación, hay que analizar las necesidades de ingresos del cliente en la jubilación y mostrar si es probable que sea alcanzable el nivel mínimo necesario de ingresos, el deseado y el óptimo. En general, en la fase de acumulación es muy probable que los clientes subestimen el nivel de ingresos que necesitarán en su jubilación, los efectos de la inflación y su propia esperanza de vida.

Antes de hacer cualquier recomendación hay que mostrar a los clientes si tendrán unos ingresos suficientes, teniendo en cuenta la inflación. Hay que priorizar la consideración del nivel de ingreso seguro que un cliente probablemente necesitará para cubrir los gastos esenciales.

3. Considerar las cuestiones fiscales más amplias del cliente.

Resulta necesario asimismo, evaluar el efecto de los impuestos a la hora de hacer uso de los ahorros, puesto que las diferentes formas alternativas de cobro de un producto pueden dar lugar a resultados diversos. Además, es fundamental orientar sobre la relevancia del momento en el que se cobra y de los ingresos paralelos que puedan estar percibiéndose. En caso de no disponer de los conocimientos financieros suficientes, se recomienda buscar asesoramiento u orientación en temas fiscales.

4. Asegurarse de que la elección de los productos coincide con la actitud del cliente frente al riesgo.

Una transferencia de un esquema de rentas garantizadas a rentas financieras por lo general implica una mayor cantidad de riesgo para el cliente. No es posible establecer una actitud mínima ante el riesgo para la que sería apropiada una transferencia, pero es importante que el riesgo se tenga plenamente en cuenta al hacer una recomendación. El asesor debe explicar al cliente los diferentes tipos de riesgo a los que puede estar expuesto y las consecuencias que pueden derivarse.

5. El asesoramiento debe ser parte de un servicio de planificación financiera más amplio y completo.

Debe hacerse en el contexto de un servicio completo de planificación financiera teniendo en cuenta todos los activos, pasivos, ingresos y gastos de un cliente, mostrando el flujo de ingresos previsto y estando sujeto a revisión continua.

6. Evaluar plenamente los hechos más relevantes que rodean a la persona.

Algunas razones por las que una persona puede querer transferir su plan de pensiones o reconsiderar su planteamiento del ahorro se relacionan con factores de estilo de vida más que las meramente financieras como obtener un ingreso comparable o más alto. El análisis de los factores que rodean al interesado como su edad, estado civil, personas a cargo, nivel de salud y apetito de riesgo deben ser separados de cuestiones como su riqueza, su conocimiento de los conceptos financieros y preferencias económicas. Aún más, el asesor no tiene que lanzarse a hablar de los tecnicismos como flujos de caja, inflación, instrumentos financieros complejos, etc.

¹¹ Existen referencias similares en el Reino Unido de la Personal Finance Society y los códigos de buena conducta a los que se han adherido Association of British Insurers (ABI), Confederation of British Industry (CBI), Concept Group, JLT Employee Benefits, National Association of Pension Funds (NAPF), National Crime Agency (NCA), Pensions Administration Standards Association (PASA), Pensionweb, The Pensions Ombudsman, The Society of Pension Professionals (SPP), Xfinity Consulting. Además la OCDE se ha posicionado a favor de la educación financiera relativa a las pensiones. Nos basamos adicionalmente en la práctica habitual en países como Australia donde los productos vienen acompañados de su correspondiente PDS, Product Disclosure Statement.

7. Los consejos financieros deben ser comprensibles.

El requisito de que los clientes reciban orientación para contratar determinados productos y se cumplan los requerimientos (MIFID, etc.) no es suficiente para garantizar un buen asesoramiento global. En todos los casos, el asesor debe poder comunicar los principales costes, riesgos, consecuencias potenciales y elaborar un informe conciso. También se debería hacer referencia a “incógnitas”, tales como cambios futuros en la legislación. La regla básica es que el asesoramiento debe plasmarse en un breve informe absolutamente comprensible.

8. Utilizar ejemplos adaptados a cada perfil de persona.

En la orientación se elaborarán ejemplos adaptados a la situación de la persona asesorada y a su nivel concreto de ahorro, de modo que no se ponga un ejemplo con medio millón de euros si la persona sólo dispone de cien mil. Cuando los objetivos de un cliente son lograr la “flexibilidad” de los ingresos de jubilación, o “control” de su pensión, es importante determinar lo que el cliente está tratando de lograr e investigar lo que pueden significar “flexibilidad” o “control”, así como sus razones para querer esto. Por esta razón, es importante que los objetivos del cliente estén plenamente establecidos y sean claros.

9. Proporcionar información correcta sobre valoraciones y comisiones en los productos.

Los asesores deben entender el proceso de cálculo de las

valoraciones de mercado y sus deficiencias. Los asesores también deben entender las variables que influirán en los valores de mercado en los próximos años y si esto debe ser una consideración en términos de la oportunidad de una decisión. Una adecuada valoración sobre las comisiones es crucial para conocer en términos netos los flujos que va a recibir el cliente.

10. Contemplar la fase de preparación.

Los asesores deben disponer de ejemplos y herramientas en línea para demostrar la sostenibilidad de los ingresos. El informe de asesoramiento debe incluir la información completa que demuestre que la persona asesorada ha recibido suficiente información para entender qué ingresos de jubilación le puede proporcionar el producto en términos monetarios. Si un cliente está siendo aconsejado para comprar una renta vitalicia, entonces hay que hacer constar el nivel de ingresos que esta garantiza o al menos una indicación de los límites en los que va a moverse explicitando su nivel de probabilidad.

El asesoramiento es algo distinto cuando se presenta la necesidad de retirar capital de los ahorros para la jubilación. En ese momento es importante que se indique claramente el motivo por el que se hace y que se proporcione un detalle que muestre que se han considerado todas las opciones disponibles para recaudar capital.

CONCLUSIONES

Las decisiones sobre desaccumulación, o de la disposición del ahorro tras la jubilación, resultan ser trascendentales para lograr el bienestar individual durante esta etapa vital y, por ello, cobran una gran relevancia a fin de lograr optimizar y personalizar cada caso. Pero además, es bueno que se vayan vislumbrando en la etapa previa a la jubilación para que durante ese periodo se dirijan los esfuerzos ahorradores hacia el punto deseado con los menores esfuerzos y las mayores garantías.

Las decisiones que atañen al ahorro para la jubilación deben tener en cuenta la situación financiera de la persona y su entorno, sus necesidades financieras previstas para el futuro, entendiendo que ello incluye las carencias de capital imprevistas por motivos diversos y el deseo de dejar un legado a los herederos. Al mismo tiempo, puede influir la situación de salud del pensionista y la posibilidad de que se requieran ingresos adicionales para paliar potenciales pérdidas de autonomía que podrían ocurrir a lo largo del proceso de envejecimiento.

Las alternativas de retiro disponibles que se han analizado en este texto fundamentalmente suponen que las rentas vitalicias constituyen el elemento básico sobre el que pivotan el resto de opciones. Son un instrumento que elimina el riesgo de sobrevivir a los propios ahorros, aunque este no siempre es percibido así. Sin embargo, su ventaja radica en que sólo hay que tomar una única decisión, que se circunscribe al momento en que debe ser contratada la renta vitalicia.

Frente a la simplicidad de las rentas vitalicias, existe un creciente abanico de posibilidades y nuevos productos para la transformación del ahorro para la jubilación en pensión, cuya flexibilidad permite una mejor adaptación a las circunstancias y voluntades del decisor.

Tras el análisis de productos de desaccumulación, se constata que es deber de los gobiernos velar por la seguridad que sistemas públicos y privados proporcionan a los pensionistas y, por lo tanto, no se puede ignorar la creación de acciones y políticas públicas para gestionar los principales riesgos que afectan a las inversiones que cubren la prestación de las pensiones, y más concretamente la longevidad e inflación. Deben fomentarse los productos que ofrezcan mayor robustez ante dichos riesgos y, en otro orden de

análisis, velar por una estabilidad en las regulaciones que afectan a cuestiones de fiscalidad relacionadas con los pensionistas. Siendo las pensiones las garantes de los ingresos de un elevado segmento de la población, no deben modificarse significativamente las condiciones bajo las cuales se tomaron decisiones individuales a largo plazo, y que podrían haber provocado un cambio en la elección de la forma de desaccumulación de un pensionista. Es decir, debe cuidarse especialmente que la aplicación de las transformaciones normativas no afecte a pensionistas que no tengan “vuelta atrás” en sus decisiones. Además, los gobiernos deben facilitar las indicaciones suficientes sobre la situación económica que permitan en cada momento que las simulaciones a futuro que deban realizarse para que un pensionista pueda decidir informadamente sobre su futuro, se ajusten lo más posible a la fiel imagen de la realidad.

Desde el punto de vista de los asesores, destacamos la necesidad de ir más allá en las nuevas normas ya contempladas en las diferentes directivas y de carácter general, para tener en cuenta las circunstancias que rodean a las decisiones sobre la jubilación, que revisten un carácter mucho más holístico que otro tipo de inversiones, por tratar también circunstancias personales. Además, tras la jubilación, el destinatario de la orientación es una persona con edad superior al promedio de clientes, y, por tanto, puede caracterizarse por circunstancias especiales, como una demanda distinta a la del cliente habitual respecto al trato, explicaciones o formas de comunicación que actualmente están adoptando muchas entidades, como por ejemplo la digitalización.

La aportación de los principales protagonistas de la gestión del ahorro nos ha permitido ver cuáles son sus principales preocupaciones, lo que ha posibilitado una mejora de las guías de buenas prácticas sobre asesoramiento de otros países como el Reino Unido, a las que se han adherido muchas entidades. De todas las consideraciones derivadas de las conversaciones mantenidas con distintos grupos, tanto de asesores como de clientes, destacan por encima de todas que:

- Las entidades recomiendan y trabajan en este sentido para que los clientes tomen sus propias decisiones con la máxima información posible, anticipándose suficientemente a la etapa de la jubilación.

- Las personas mayores en la etapa de la jubilación valoran la garantía de que no van a perder lo que han podido conseguir con el esfuerzo a lo largo de toda su vida activa. Se dan cuenta de que se van sucediendo cambios que no habían

anticipado pero a los que tienen que hacer frente, y aconsejan a los futuros jubilados que tengan en cuenta distintos escenarios de evolución de la economía y no necesariamente los más favorables.

RECOMENDACIONES

LA GESTIÓN DEL AHORRO TRAS LA JUBILACIÓN

- Las **necesidades económicas tras la jubilación** deben plantearse desde una **perspectiva global**, teniendo en cuenta que sería deseable: garantizar una **renta mínima para vivir**, asegurar posibles **contingencias de salud y dependencia**, disponer de un ahorro mínimo para **contingencias no previstas** y utilizar el resto del ahorro para alcanzar un nivel deseado de vida y/o para dejar **herencia**.
- Los **ingresos** necesarios para cubrir estas necesidades provendrán principalmente de la **pensión pública** de jubilación y del **ahorro de la persona** que se haya podido acumular durante la vida activa.
- Por ello, es totalmente aconsejable **planificar con tiempo la etapa de la jubilación**, los ingresos y gastos que se espera tener, y calcular el ahorro privado necesario durante la vida activa para cubrir las necesidades económicas tras la jubilación.
- Mientras que los **riesgos asociados a la etapa de ahorro** previa a la jubilación son básicamente **financieros** (para mantener e incrementar su valor en términos reales), **los riesgos que se afrontan tras la jubilación** revisten mayor complejidad. A los riesgos propiamente financieros, deben añadirse los **riesgos de longevidad** (vivir más de lo esperado), **de dependencia** (necesitar ayuda de terceras personas), **inflación** (incremento del coste de la vida), **tipos de interés** (variación en las rentabilidades esperadas), **y de iliquidez** (por tener el ahorro invertido en patrimonio inmobiliario o incapacidad para afrontar un nivel elevado de gastos).
- **Elaborar, de forma personalizada, un mapa de riesgos de la fase de uso del ahorro** permite **visualizar la necesidad de gestionarlo** adecuadamente, ya que pueden llegar a tener un impacto muy relevante en la economía de las personas mayores.
- Además, el periodo de jubilación es cada vez más largo y las necesidades financieras **no son constantes durante toda la jubilación**. Es necesario **adaptar la disposición de recursos** a las necesidades **en cada etapa de la jubilación**.
- Para poder **optimizar el ahorro tras la jubilación** es imprescindible disponer de: **Información accesible y en-**

tendible, y opciones de elección claras, que faciliten las decisiones.

ROL DE LOS GOBIERNOS

- Los Gobiernos deben **informar** a los ciudadanos sobre el **funcionamiento del sistema público de pensiones**, los **riesgos** a los que se enfrenta y los **ajustes** a los que pueden estar sometidos.
- Asimismo, deben **informar** a los ciudadanos de la **pensión** que se espera que cobren tras la jubilación.
- Deben fomentar la **educación financiera** entre los ciudadanos.
- Los Gobiernos deberían **trabajar en colaboración con el sector financiero y asegurador, en el diseño de productos que garanticen el cobro de pensiones suficientes y sostenibles en el tiempo** para los ciudadanos, anticipando el efecto de los diferentes **riesgos** que pueden afectar a un sistema de pensiones, sea este público o privado, sea de primer, segundo o tercer pilar, sea de reparto, capitalización o mixto.
- Todos estos productos deberían contar con la **regulación legal** y el **desarrollo normativo** suficiente para **mitigar riesgos** (*longevidad, inflación, fiscalidad, conversión, iliquidez...*), dotarlos de **estabilidad** y garantizar el **cobro de prestaciones justas**.
- Los Gobiernos deberían hacer planificaciones presupuestarias para el **mantenimiento y mejora del Estado de Bienestar en su conjunto**: diseñando no solamente un sistema de pensiones suficiente y sostenible en el tiempo, sino también **sistemas de salud y dependencia que den respuesta a las costosas necesidades en este ámbito de una población cada vez más envejecida y longeva**.
- Los Gobiernos deben velar por la capacidad económica de las personas mayores con una **visión de conjunto del ahorro acumulado** durante su vida activa, sea en productos específicos de previsión (planes de pensiones y seguros), en otros productos financieros, o en propiedades inmobiliarias.

- En relación a las **Rentas Vitalicias**, los poderes públicos tienen el reto de **facilitar el desarrollo de un mercado eficiente de rentas vitalicias**, por ejemplo, a través de:
 - Incentivación Fiscal
 - Emisión e incentivación de activos financieros a muy largo plazo (bonos de longevidad o deuda perpetua)
 - Facilitar la puesta en marcha de mercados de cobertura de riesgos de longevidad
- Dado que la mayor parte del ahorro en el Estado español se encuentra en forma de activo inmobiliario (viviendas), los Gobiernos deberían facilitar la transformación de este ahorro en rentas que completen la pensión de jubilación pública, sin tener por ello que abandonar su casa.

ORIENTACIÓN FINANCIERA Y ALTERNATIVAS DE ELECCIÓN

- Las **empresas del sector financiero y asegurador** no solo deben enfrentarse al reto de **diseñar productos que se adapten a las características y necesidades de las personas**, sino que además deben ser capaces de orientarlas para que puedan elegir entre aquellas opciones que mejor se ajusten a sus preferencias.
- En este sentido, la **utilización de ejemplos sencillos para analizar diferencias entre productos**, la elaboración de **árboles de decisión** en función de las características y necesidades de cada persona, o la creación de **guías de buenas prácticas en asesoramiento financiero**, como las que se presentan en este estudio, son altamente recomendables.

RENTAS VITALICIAS

- Conseguir que el ahorro complementario acumulado durante la vida activa sea suficiente hasta el momento del fallecimiento implica distribuir este ahorro a lo largo de un periodo de tiempo del cual desconocemos su duración. Por ello, las **rentas vitalicias** son la mejor opción para **mitigar el riesgo de longevidad** que se produce al entrar en la **etapa de la jubilación, ya que garantizan una renta mientras el cliente viva sin que implique necesariamente renunciar a la disponibilidad de su dinero**.
- Existen **diferentes tipos de rentas vitalicias**, proporcionando cierta flexibilidad y adaptación a las necesidades de sus titulares más allá del conseguir una renta de por vida, como pueden ser el **deseo de legado o herencia**, o la posibilidad de rescatar el producto, a pesar de ser vitalicio, en caso de necesidad.
- Al tratarse de un producto vitalicio, a largo plazo, **puede ofrecer rentabilidades garantizadas superiores** a las que se ofrecen en otros productos que invierten a más a corto plazo.
- Otra ventaja principal de las rentas vitalicias es que aportan tranquilidad y estabilidad financiera a sus perceptores que pueden ser 1 o 2 personas.

Es preciso señalar y recordar que, además del papel que deben tener los Gobiernos y las entidades financieras y aseguradoras, no se puede obviar la **corresponsabilidad de la propia persona en la generación de ahorro suficiente y una correcta planificación y gestión del mismo para satisfacer las necesidades que puedan surgir en la fase de uso de ese ahorro**.

BIBLIOGRAFÍA

- Alaminos, E., Ayuso, M. (2015). Una estimación actuarial del coste individual de las pensiones de jubilación y viudedad: Concurrencia de pensiones del Sistema de la Seguridad Social español. *Estudios de Economía Aplicada*, 33 (3), 817-838.
- Alaminos E., Alemany, R., Ayuso, M., Guillen, M. (2016). El impacto económico de las necesidades de cuidados de larga duración en el riesgo de iliquidez de la población mayor en España: pensiones y dependencia. *XIX Applied Economic Meeting*, Sevilla (España), June 9-10.
- Alonso, J., Lamuedra, M., Tuesta, D. (2013). *Potencialidad del desarrollo de hipotecas inversas como complemento pensionario: el caso de Chile*. BBVA Research. Documento de Trabajo 13/09, Madrid.
- Antolín, P. (2008a). Ageing and the payout phase of pensions, annuities and financial markets. OECD, *Working Paper Series in Insurance and Private Pensions*, 29.
- Antolín, P. (2008b). Policy options for the payout phase. OECD, *Working Paper Series in Insurance and Private Pensions*, 25.
- Ayuso, M., Bravo, J.M., Holzmann, R. (2015). Revisión de las proyecciones de población: Más allá de los convenientes supuestos sobre fertilidad, mortalidad y migración. *Documentos de trabajo Instituto BBVA de pensiones*, 10, marzo 2015, Madrid.
- Ayuso, M., Guillen, M., Valero, D. (2017). Productos para la etapa de retiro, alternativas y costes, en Carranza, Melguizo y Tuesta (Eds.) *Ideas para una reforma de pensiones*, USMP, Perú.
- Ayuso, M., Holzmann, R. (2014). Demographic drivers, population structures and pension systems. *Documentos de trabajo Instituto BBVA de pensiones*, 5, junio 2014, Madrid.
- Benartzi, S., Previtro, A., Thaler, R.H. (2011). Annuity puzzles. *Journal of Economic Perspectives*, 25(4), 143-164.
- Berstein, S., Morales, M., Puente, A. (2015). *Rol de un seguro de longevidad en América Latina: Casos de Chile, Colombia, México y Perú*. Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP), Octubre.
- Blake, D. (2014). The consequences of not having to buy an annuity. *Discussion Paper PI-1409*, Pensions Institute, June.
- Blay, D. (2009). *Sistema de cuidados de larga duración para la cobertura y la financiación de las situaciones de dependencia: seguro privado e hipoteca inversa*. Tesis doctoral, Universidad de Barcelona.
- Bolancé, C., Alemany, R., Guillen, M. (2013). Sistema público de dependencia y reducción del coste individual de cuidados a lo largo de la vida. *Revista de Economía Aplicada*, XXI, 61, 97-117.
- Bräutigam, M., Guillen, M., Nielsen, J.P. (2017). "Facing Up to Longevity with Old Actuarial Methods: A Comparison of Pooled Funds and Income Tontines", *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 42(3), 406-422.
- Bravo, J.M., Holzmann, R. (2014). La fase de percepción de los planes de pensiones provisionados: riesgos y opciones de pago. *Documentos de trabajo Instituto BBVA de Pensiones*, 6, junio 2104, Madrid.
- Cairns, A. J., Blake, D., Dowd, K. (2008). Modelling and management of mortality risk: a review. *Scandinavian Actuarial Journal*, 2008(2-3), 79-113.
- Cocco, J.F., Lopes, P. (2015). *Reverse mortatge design*. Finance Seminar University of Nottingham. <https://www.nottingham.ac.uk/cfc/documents/seminars/2014-15/joao-cocco.pdf>
- Costa-font, J., Gil-Trasfí, J., Mascarilla-Miró, O. (2005). *Capacidad de la vivienda como instrumento de financiación de las personas mayores en España*, Premio Edad&Vida 2005, Fundación Edad & Vida, Madrid.
- Donnelly, C., Guillen, M., Nielsen, J. P. (2013). Exchanging uncertain mortality for a cost. *Insurance: Mathematics and Economics*, 52(1), 65-76.
- Donnelly, C., Guillen, M., Nielsen, J. P. (2014). Bringing cost transparency to the life annuity market. *Insurance: Mathematics and Economics*, 56, 14-27.
- Donnelly, C., Gerrard, R., Guillen, M., Nielsen, J. P. (2015). Less is more: increasing retirement gains by using an upside terminal wealth constraint. *Insurance: Mathematics and Economics*, 64, 259-267.

- Donnelly, C. (2017). A Discussion of a Risk-Sharing Pension Plan. *Risks*, 5(1), 12.
- Edad y Vida (2005). *Conversión de activos inmobiliarios en renta*, Madrid: Instituto para la mejora, promoción e innovación de la calidad de vida de las personas mayores.
- Equity Release Council (2014). *Equity release market report*, Spring 2015, London.
- Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP) (2015). Modalidades de pensión en los sistemas de capitalización individual. FIAP, *Nota de Pensiones*, 6, Septiembre.
- FCA (2014). *Thematic review of annuities*. Financial Conduct Authority, TR14/2, London.
- Guillen, M., Jørgensen, P. L., Nielsen, J. P. (2006). Return smoothing mechanisms in life and pension insurance: Path-dependent contingent claims. *Insurance: Mathematics and Economics*, 38(2), 229-252.
- Guillen, M., Jarner, S. F., Nielsen, J. P., Pérez-Marín, A. M. (2014). Risk-adjusted impact of administrative costs on the distribution of terminal wealth for long-term investment. *The Scientific World Journal*, 2014.
- Guillen, M., Donnelly, C., Nielsen, J.P. (2016). Fundamentals of cost and risk that matter for pension savers and life annuitants. In Mitchell, O. S., Maurer, R., Orszag, J. M. (Eds.) (2016). *Retirement system risk management: Implications of the New Regulatory Order*. Oxford University Press.
- Guillen, M., Alemany, R., Alcañiz, M., Bolancé, C., Chuliá, H., Perez-Marín, A., Santolino, M. (2017). Sobre el ahorro tras la jubilación. Documento de trabajo. Riskcenter, Universitat de Barcelona.
- Herranz González, R. (2006). *Hipoteca Inversa y figuras afines*. Madrid, Portal Mayores, Informes Portal Mayores, 49.
- Hoyo, C., Tuesta, D. (2013). *Reverse mortgages in Mexico as a pension supplement*. BBVA Research, Economic Watch, Financial Inclusion, México.
- INE (2009). Encuesta de Discapacidad, Autonomía personal y situaciones de Dependencia. Instituto Nacional de Estadística. Madrid.
- INE (2017). *Mujeres y hombres en España 2017*. Instituto Nacional de Estadística (actualizado 4 de julio de 2017).
- Milevsky, M.A. (2014). Portfolio choice and longevity risk in the late seventeenth century: a re-examination of the first English tontine. *Financial History Review*, 21(03), 225-258.
- NRLMA (2016). *Retirement research*. National Reverse Mortgage Lenders Association, Washington, DC.
- O'Brien, C., Fenn, P., Diacon, S. (2005). How long do people expect to live? Results and implications. *CRIS Research Report 2005-1*, Centre for Risk and Insurance Studies, Nottingham University Business School.
- O'Connell, A. Edgar, C., Ormrod, C., Mussett, D., Benbow, J. And Prisk, K. (2016) Decumulation Options in the New Zealand Market: How Rules of Thumb can help. New Zealand Society of Actuaries.
- OECD (2015). *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2012). *Pensions Outlook 2012*. OECD Publishing, Paris.
- Óptima Mayores (2013). Hipoteca inversa. <http://www.optimamayores.com/hipoteca-inversa/>
- Orts, M.J. (2012). *Hipoteca Inversa*. Tesis doctoral. Universidad de Salamanca.
- Pensions Policy Institute (2014). Freedom and choice in pensions: comparing international retirement systems and the role of annuitisation. *PPI Briefing Note*, 66, April, Londres.
- Reyes Arzate, B. (2010). *Hipoteca Inversa sobre el valor del terreno de la Ciudad de México*. Trabajo presentado para el XVII Premio de Investigación sobre Seguros y Finanzas 2010.
- Rocha, R., Vittas, D., Heinz, P.R. (2011). Annuities and other retirement products: *Designing the payout phase*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Sánchez, I., López, S., Quiroga, R. (2007). *Diseño de hipotecas inversas en el mercado español*. Instituto de Mayores y Servicios Sociales. Proyecto 205/05, Madrid.
- Thaler, R.H., Sundstein, C.R. (2009). *Nudge*. Ed. Penguin.
- Towers Watson (2015) *Global pensions assets study 2015*.
- Valero, D. (2013). Tendencias en materia de pensiones privadas. El papel de las rentas vitalicias. En J.A. Herce, *Pensiones: una reforma medular*. Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios, 175-189.
- Valero, D. (2014). Perspectivas de la Seguridad Social y papel de la previsión social complementaria. *Economiaz, Revista vasca de Economía del Gobierno Vasco*, 85, 42-65.
- Valero, D. (2015). Neuroeconomía y Economía del comportamiento de pensiones. *Livro Técnico Congresso 2015*, Asociación Brasileña de Administradoras de Fondos de Pensiones (ABRAPP), Octubre.

ANEXO I. Tasa bruta de reemplazo de las pensiones de los regímenes obligatorios, públicos y privados, y voluntarios privados por países

En la siguiente tabla se presentan las tasas brutas de reemplazo de las pensiones por países, y se observa que en algunos la proporción aportada por el sistema privado es muy elevada

(Estados Unidos y Canadá, así como Sudáfrica, Reino Unido e Irlanda tienen sistemas voluntarios que aportan casi una tercera parte de la sustitución).

Tabla A1.1 TASA BRUTA DE REEMPLAZO DE LAS PENSIONES DE LOS REGÍMENES OBLIGATORIOS, PÚBLICOS Y PRIVADOS, Y VOLUNTARIOS PRIVADOS

	Público Obligatorio	Privado Obligatorio	Total Obligatorio	Privado Voluntario	Total
Alemania	37,5		37,5	12,5	50
Australia	13,5	30,9	44,4		44,4
Austria	78,1		78,1		78,1
Bélgica	46,6		46,6	13,3	59,9
Canadá	36,7		36,7	29,3	66
Chile	0	32,8	32,8		32,8
Grecia	66,7		66,7		66,7
Dinamarca	21,5	46,3	67,8		67,8
Eslovenia	38,4		38,4		38,4
España	82,1		82,1		82,1
Estados Unidos	35,2		35,2	32,6	67,8
Estonia	28,5	22	50,5		50,5
Finlandia	55,8		55,8		55,8
Francia	55,4		55,4		55,4
Holanda	27,1	63,4	90,5		90,5
Hungría	58,7		58,7		58,7
Irlanda	34,7		34,7	30,3	65,1
Islandia	3,4	65,8	69,2		69,2
Israel	11,8	49,3	61,1		61,1
Italia	69,5		69,5		69,5
Japón	35,1		35,1		35,1
Korea	39,3		39,3		39,3
Luxemburgo	76,8		76,8		76,8
México	3,9	21,6	25,5		25,5
Noruega	44	5,9	49,9		49,9
Nueva Zelanda	40,1		40,1	12,4	52,5

Sigue en la página siguiente

Viene de la página anterior

Polonia	43,1		43,1		43,1
Portugal	73,8		73,8		73,8
Reino Unido	21,6		21,6	29,8	51,4
República Checa	49		49		49
República Eslovaca	38,9	23,1	62		62
Suecia	37	19	56		56
Suiza	23,3	16,9	40,2		40,2
Turquía	75,7		75,7		75,7
OECD34	41,3		52,9		57,6
Otras economías importantes					
Argentina	71,6		71,6		71,6
Arabia Saudí	59,6		59,6		59,6
Brasil	69,5		69,5		69,5
China	74		74		74
India	96,5		96,5		96,5
Indonesia		13	13		13
Rusia	33,7	41,5	75,2		75,2
Sudáfrica	0		0	48,7	48,7
EU28	49,3		59		62,1

Fuente: OCDE Pension models (2015)



Fuente: OCDE Pension models (2015)

ANEXO II. Productos

1 Las rentas vitalicias

La oferta de rentas vitalicias en España se ha ceñido fundamentalmente a dos enfoques:

- 1) La preferencia del titular por cobrar diferentes cantidades monetarias a lo largo de la duración de la renta vitalicia, pudiendo variar el capital al fallecimiento.
- 2) La preferencia del titular por dejar legado a los beneficiarios.

Es este doble enfoque el que fundamenta la existencia de una diversidad de productos en el entorno de las rentas vitalicias, según la combinación de ambas preferencias (escala de prioridades).

El mensaje prioritario que suele encontrarse en la distribución y venta de este tipo de productos por las entidades aseguradoras y financieras es su capacidad para generar ingresos complementarios, fomentando el cobro de una renta mensual que debe permitir seguir manteniendo el bienestar y la calidad de vida de la persona una vez alcanzada la edad de jubilación. El tipo de contratación suele ser a prima única y como características fundamentales podemos destacar:

1. El cobro de una renta mensual vitalicia garantizada.
2. La garantía total o parcial del capital aportado para los beneficiarios.
3. La existencia de opción de rescate, cuyo valor podrá depender (según la modalidad de producto) i) del valor de mercado de la inversión, y ii) de las carteras vinculadas, en caso de tratarse de productos asociados a una cartera de inversión en el mercado financiero.
4. La posible contratación individual o para más titulares: rentas vinculadas a probabilidades de supervivencia para grupos (fundamentalmente, probabilidades de no extinción del grupo, es decir, que al menos viva una de las personas). Suelen contemplar dos titulares y la renta mensual se abona mientras viva uno de ellos.

El abanico de posibilidades existentes en el diseño de rentas vitalicias es extenso. Se detallan en el siguiente apartado algunas de las más comercializadas.

1.1 Modalidades de rentas vitalicias

1.1.1 Rentas vitalicias de capital reservado

Contemplan el pago de una renta mensual vitalicia mediante el pago por el titular de una prima única. Aunque la edad mínima de contratación suele estar entre los 50 y los 55 años, suelen contratarse por personas de edad superior. Ofrecen la garantía total o parcial del capital aportado para los beneficiarios (al fallecimiento del titular), y pueden contemplar además el pago de un porcentaje adicional, normalmente limitado a una cuantía máxima. En el caso que el capital reservado sea parcial, se contemplan porcentajes del 50, 70 u 80%. Normalmente contemplan opción de rescate, que puede realizarse en cualquier momento del tiempo, dependiendo su importe del valor de mercado de la inversión vinculada y del capital reservado o garantizado a los beneficiarios. Sin embargo, el rescate no es el objetivo de este producto por lo que solo debería recurrirse a él de forma excepcional.

Contemplan la posibilidad de contratación para más de un titular (normalmente dos). En este caso, la renta mensual se abonará mientras viva alguno de ellos.

1.1.2 Rentas vitalicias con inversión en deuda pública

De características similares en parte a las rentas vitalicias de capital reservado, contemplan de nuevo el pago de una renta mensual vitalicia mediante el pago por el titular de una prima única, con una edad mínima de contratación de 50 años. En caso de fallecimiento, los beneficiarios recibirán el 100% de la prima aportada más un porcentaje adicional que normalmente está limitado a un máximo.

El producto traspa al cliente el riesgo de posibles eventos de crédito, que supongan retrasos o el impago total o parcial de los intereses y/o el capital por parte del emisor de la deuda, así como cualquier cambio que se produzca en las condiciones de la inversión vinculada a la póliza, que suponga un deterioro crediticio. Habitualmente deriva en una reducción del capital al

fallecimiento y en una reducción del valor de rescate de forma que la renta mensual no se ve alterada¹².

El capital de fallecimiento puede verse reducido en mayor proporción que el porcentaje de deterioro, pero la renta mensual que cobra el titular seguirá siendo constante independientemente de la situación de los mercados financieros.

Al igual que en las rentas vitalicias de capital reservado, se contempla la opción de rescate en cualquier momento, dependiendo el importe del mismo del valor de mercado de la inversión vinculada. Pueden contratarse para dos titulares, de manera que la renta mensual se abonará mientras viva alguno de ellos.

1.1.3 Rentas vitalicias asociadas a carteras de inversión

En este caso se trata de productos que contemplan inversiones en renta variable y el capital al fallecimiento no es fijo. La inversión suele ser mixta. La prima suele invertirse en carteras con diferentes perfiles (buscando la diversificación), habitualmente con mayores porcentajes en carteras de activos de renta fija, pero con porcentajes asociados también a activos de renta variable, que buscan rentabilidades más elevadas. Todo ello en función de la edad del titular en los diferentes momentos del tiempo. La edad mínima de contratación son 60 años.

La cartera de renta fija se enfoca a la cobertura de la renta mensual garantizada (inversión en obligaciones, bonos, pagarés...), mientras que la cartera de renta variable (cartera gestionada) se enfoca fundamentalmente a la revalorización del patrimonio del titular, con la finalidad de conseguir la máxima rentabilidad posible. Aunque económicamente podría llegarse a invertir hasta el 100% en activos de renta variable la oferta en el mercado se sitúa en torno al 30% e incluso en el 10%, con la posibilidad de invertir en activos de renta fija, activos alternativos, activos financieros estructurados e instrumentos derivados, entre otros.

En caso de fallecimiento los beneficiarios reciben el valor de las carteras vinculadas al seguro. El capital de fallecimiento depende del valor de las inversiones vinculadas, y se determina a partir de las participaciones de cada cartera asignadas a la póliza en la fecha de notificación del fallecimiento del

asegurado (o del último de ambos asegurados si la operación se contrata para dos titulares). Pueden contemplar el incremento del importe resultante en un determinado porcentaje, a veces con un tope máximo. La flexibilidad viene dada por un aumento de la renta mensual a costa de reducir el capital de fallecimiento.

Suelen contemplar opción de rescate a través de la cláusula de flexibilidad, que puede realizarse en cualquier momento, dependiendo de nuevo su importe del valor de las carteras vinculadas al seguro. Asimismo, suele existir la posibilidad de contratación para dos titulares, de manera que la renta mensual se abonará mientras viva alguno de ellos.

1.1.4 Rentas vitalicias adaptadas al aumento en longevidad¹³

El importe de la renta mensual vitalicia suele ser más elevado que en otras modalidades, a cambio de que el capital de fallecimiento vaya decreciendo (aunque hay productos que establecen la garantía de que nunca se vea agotado). La contratación se realiza mediante el pago de una prima única, con una edad mínima de contratación de 60 años.

En alguna ocasión la renta mensual puede permitir aumentos contra el capital de fallecimiento para hacer frente a la inflación y el porcentaje de crecimiento de la renta se produce en base a un mayor decrecimiento en el capital de fallecimiento en función de los años transcurridos. Tanto el rescate como el capital de fallecimiento para los beneficiarios suelen tener un límite mínimo cifrado en un porcentaje de la prima aportada. La reducción del capital de fallecimiento, que se produce en base al transcurso de intervalos temporales, puede variar según la edad del titular de la renta vitalicia.¹⁴

El rescate del capital se puede realizar en cualquier momento, dependiendo su importe del valor de mercado de la inversión vinculada, siendo como máximo el del capital de fallecimiento. De nuevo existe posibilidad de contratación para dos titulares y la renta mensual se abonará mientras viva alguno de ellos.

¹² Por ejemplo, para una persona de 70 años que haya aportado 100.000 €, en caso de producirse un "evento de crédito" del 20% de la inversión vinculada, su capital de fallecimiento se reducirá hasta los 78.288,91 €. Si el "evento de crédito" es del 95%, este capital será igual a 0,00€. En todos los casos, el asegurado disfrutará siempre de la misma renta.

¹³ Producto "Tranquilidad" en Vidacaixa.

¹⁴ Por ejemplo, en Vidacaixa, para clientes de 60 a 64 años, el capital de fallecimiento se reducirá un 12 % cada 5 años. Para clientes de 65 a 74 años, se reducirá un 12 % cada 4 años. Para clientes de 75 a 89 años, se reducirá un 12 % a los 2 años y, posteriormente, la reducción será cada 4 años.

1.1.5. Rentas vitalicias asociadas a capital cedido

No contemplan capital al fallecimiento (para los beneficiarios) ni disponen de la posibilidad de rescate, de manera que garantizan de forma vitalicia el cobro de una renta mensual que complementa los ingresos del titular, no pudiendo cambiar las cuantías percibidas a lo largo del tiempo. Este tipo de producto tiene como una de las principales ventajas que en el caso de tener que pagar el impuesto sobre el patrimonio, como el capital está cedido, sólo una pequeña parte computa a dichos efectos.

1.1.6 Rentas vitalicias en fondos solidarios

Guillen, Jorgensen y Nielsen (2006) propusieron formas transparentes de obtener rentas vitalicias que combinan una parte garantizada y otra dependiendo de las aportaciones. Las rentas así obtenidas tienen una forma contable estructurada que se comercializó en Dinamarca bajo el nombre de *Timepension*. En función del rendimiento de las inversiones de un fondo común, la disposición de los ingresos está suavizada porque parte de la renta proviene de un fondo que se comparte por todos los partícipes. De ese modo, se puede garantizar una rentabilidad estable dado que una parte de la renta vitalicia proviene del fondo compartido entre todos los miembros que resiste los vaivenes de volatilidad.

Según Milevsky (2014) la toma de decisiones sobre la pensión está marcada por la necesidad de compartir los fondos de pensiones.

Cairns *et al.* (2008) resumen varios instrumentos que permiten gestionar el riesgo de longevidad de las compañías de seguros. Dichos autores introdujeron el concepto de *longevity-linked securities, mortality swap* y los “bonos de longevidad” que debían emitir estados y entidades reaseguradoras. Sin embargo, no tuvieron el éxito que se deseaba debido a la escasa posibilidad de cubrir los activos de forma satisfactoria.

1.2 Ventajas fiscales de las rentas vitalicias

La legislación actual permite al titular beneficiarse de una buena fiscalidad¹⁵ ya que hasta un 92% de sus rentas no estarán sujetas a tributación, con una tributación efectiva del 1,52%¹⁶ en el supuesto de mantener el 100% del capital al fallecimiento. Solo un pequeño porcentaje de las cantidades percibidas como rentas vitalicias tributan como rendimiento de capital mobiliario, siempre y cuando no se rescate. El porcentaje de tributación dependerá de la edad del titular en el momento de la contratación y será constante durante todo el periodo de percepción de la renta, según la siguiente escala: i) 28% si tiene entre 50 y 59 años; ii) 24% si tiene entre 60 y 65 años; iii) 20% si tiene entre 66 y 69 años, y iv) 8% si tiene 70 o más años. Sobre el rendimiento del capital mobiliario calculado se aplicará el tipo de retención vigente en ese momento. En la tabla A2.1 presentamos un resumen del porcentaje de tributación efectiva sobre la renta percibida que indica la ley, según la edad de contratación y la cuantía, por lo que depende del momento del tiempo en el que se realice la operación y también del lugar de residencia, debido a algunas diferencias fiscales.

Tabla A2.1 FISCALIDAD DE LAS RENTAS VITALICIAS

Edad de percepción	% de renta percibida no sujeta a tributación	% de renta percibida sujeta a tributación Rend. Cap. Mobiliario	% de tributación efectiva sobre la renta percibida		
			Hasta 6.000€ (19%)	Entre 6.000,01€ y 50.000€ (21%)	Más de 50.000€ (23%)
50-59 años	72%	28%	5,32%	5,88%	6,44%
60-65 años	76%	24%	4,56%	5,04%	5,52%
66-69 años	80%	20%	3,80%	4,20%	4,60%
70 años	92%	8%	1,52%	1,68%	1,84%

¹⁵ Según la legislación vigente en enero del 2017. En Navarra, el porcentaje de renta sujeto a retención será el que corresponda según la edad del beneficiario en el momento del pago de cada uno de los términos de la renta (mensualidades).

¹⁶ Esta tributación se aplica en todo el territorio (con la excepción de País Vasco y Navarra) para mayores de 70 años en el momento de la contratación y para los primeros 6.000 euros de rentas. A partir de 6.000 euros y hasta 50.000 la tributación será del 1,68%, mientras que a partir de esa cantidad será del 1,84%.

1.3 Algunas cifras sobre la contratación de rentas vitalicias variables o flexibles a nivel internacional

Para todos los países, se observa una elevada correlación entre la rentabilidad de los productos de rentas y la contratación de los mismos. Las restricciones al rescate de estos productos y la mayor o menor variedad de los mismos parecen influir en la contratación pero de manera menos acusada. La inclusión de garantías respecto al comportamiento de variables macroeconómicas, como el tipo de inflación, la cobertura de situaciones adicionales a la jubilación (como la necesidad de cuidados de larga duración), o la cobertura de otros riesgos adicionales como el riesgo biométrico o el riesgo de inversión, son en general altamente valorados por los individuos en la contratación de este tipo de productos (Rocha et al., 2011).

Actualmente, la forma más común de diseñar la desacumulación de pensiones en los sistemas de contribución definida es mediante rentas vitalicias. Aproximadamente 3/4 partes de la contratación se realiza en este tipo de producto

en el Reino Unido, según the *Pensions Policy Institute* (2014) y por ello el mercado de Reino Unido suele tomarse como referencia de análisis (aunque el aumento en la esperanza de vida, los bajos rendimientos de la deuda pública, y el incremento en los requerimientos de solvencia y capital para las empresas que las distribuyen han hecho reducir su rentabilidad). La penetración de este tipo de producto en los países con sistemas con prestación definida no ha sido la misma, como se pone de manifiesto en la Tabla A2.2. Dicha tabla muestra ejemplos de algunos países en los que las rentas vitalicias suponen un elevado porcentaje de la jubilación frente al resto. En primer lugar se presentan Suiza y Chile con porcentajes del 80% y 70%, respectivamente. En ese caso se observa que en ambos países las rentas vitalicias tienen una percepción social favorable y además proporcionan retornos elevados. En cambio, en el otro extremo hallamos a Canadá y EE.UU. con tasas de aceptación de las rentas vitalicias muy inferiores al resto, que se caracterizan por lo contrario que los anteriores y por tener una oferta de productos alternativos.

Tabla A2.2 PAÍSES CON DIFERENTES NIVELES DE ACEPTACIÓN DE LAS RENTAS VITALICIAS

	Restricción al acceso de pensiones de contribución definida	Flexibilidad de los productos de rentas vitalicias	Variedad de otros productos para la jubilación	Rentabilidad implícita elevada de las rentas vitalicias	Rentas vitalicias percibidas positivamente	Pensión pública	Pensión social
Suiza (80%)				+	+	+	+
Chile (70%)	+	+	+	+	+		+
Singapur	+			+	+		
Israel	+	+	+	+	+	+	
Dinamarca (50%)	+	+				+	+
Irlanda (30%)	+		+			+	+
Australia (2-10%)			+				+
Canadá	+		+				+
USA (<2% pensioner income)		+	+			+	
España		+	+			+	+

Fuente: Pensions Policy Institute (2014) y elaboración propia

En España, la existencia de un sistema público de pensiones con tasas de sustitución media del 80%, así como una escasa concienciación por parte de la población ha limitado la expansión de las rentas vitalicias (2,3 millones de beneficiarios según ICEA, 2017). Países como Suiza presentan más del 80% de jubilados con este tipo de productos. El hecho de que en dicho país la tasa de sustitución de las pensiones públicas sea bajo (aproximadamente el 40,2% del salario medio) y exista contribución a sistemas de empleo de forma obligatoria potencian este tipo de productos. Paralelamente habría que hacer referencia al carácter conservador de la población suiza que se decanta claramente por este tipo de productos en lugar de optar por la recuperación del dinero invertido en forma de capital. Las rentas vitalicias suizas proporcionan tasas de interés generosas (reguladas por el gobierno) si se comparan con los tipos de interés de mercado y se incluye el riesgo de longevidad, lo que, sin duda, potencia su contratación. La mayoría suelen ser de vida entera, es decir, hasta la muerte de la persona, sin que sea obligatoria su indexación; la penetración de otros tipos como las anualidades diferidas es todavía muy baja. Además el hecho de que los productos de rentas ofrecidos desde el sistema obligatorio sean generosos continúa limitando el desarrollo de los sistemas privados.

En otros países europeos como Dinamarca o Irlanda, el desarrollo de los productos de rentas no ha sido tan pronunciado como lo está siendo en Reino Unido o en Suiza, aunque el nivel puede considerarse también elevado. En Dinamarca funciona un primer pilar pero sometido a prueba de medios: existe una pensión complementaria para las personas con ingresos más bajos. De nuevo, la mayoría de trabajadores realizan aportaciones a sistemas complementarios de empleo, lo que unido al sistema público, también de contribución definida, potencia la contratación de rentas. Según el *Pensions Policy Institute* (2014), el 50% de los ahorros en sistemas de pensiones se destinan a la contratación de productos de rentas vida entera, el 35% se destinan a rentas temporales, y el 15% restante se recupera en forma de capital. Se trata de productos de ahorro para la jubilación claramente potenciados durante el periodo de acumulación. En Irlanda, aproximadamente el 30% de las personas que contratan productos privados de pensiones lo hacen mediante rentas, aunque en realidad este porcentaje es menor si descontamos a los individuos con aportaciones a sistemas ocupacionales de contribución definida, obligados a comprar este tipo de productos.

Finalmente, en grandes mercados como el americano, el desarrollo de las diferentes rentas es aún muy escaso. Es el caso de Estados Unidos y Canadá. En Estados Unidos la compra de productos de renta vida entera se estima en menos de un 2%

del total de pensiones, a pesar del claro aumento de los sistemas de contribución definida. Las aportaciones a los sistemas complementarios de empleo siguen siendo totalmente voluntarias y, sin duda, es un factor que afecta significativamente al desarrollo de los mercados. No obstante, la elevada población del país hace que, a pesar de su escasa relevancia en términos relativos, sí que represente importantes magnitudes en términos absolutos.

En términos generales, los países con mercados de rentas con tipos de interés garantizados por los gobiernos, o con inversiones controladas por estos, muestran mayores desarrollos que aquellos en los que los sistemas de rentas son totalmente controlados por el sistema privado. Sin duda, el paradigma de la contratación de productos de rentas es Chile, donde desde 1981 el sistema público de pensiones fue reemplazado por un sistema privado de contratación obligatoria (con la excepción de una garantía mínima ofrecida desde primer pilar), con un tipo de interés mínimo garantizado por el Estado. En este contexto el porcentaje de compradores de productos de rentas ha aumentado desde un 3% en 1985 a porcentajes cercanos al 70% en 2007 (*Pensions Policy Institute*, 2014). Alrededor de un 30% de los productos de rentas contratados son diferidos, y el porcentaje de rescate es muy bajo debido a los elevados costes aplicados.

2 Otros productos para la fase de desacumulación

2.1 Retiros programados

Los retiros programados son fórmulas que se generalizaron en los sistemas de capitalización a partir de la reforma chilena de 1980. El esquema es conceptualmente similar al de una renta vitalicia, pero se basa en la reiteración de rentas vitalicias que cesan al final del año y carecen de garantías.

El total acumulado en el momento de la jubilación se mantiene gestionado en el propio fondo de pensiones, y durante el primer año se percibe una renta periódica, equivalente a lo que ofrecería una renta vitalicia con hipótesis de mortalidad y de tipo de interés dados, calculada con la riqueza inicial.

Las diferencias entre un retiro programado y una renta vitalicia son que, a final de año, el capital remanente que se ha seguido invirtiendo con el resto del fondo de pensiones genera una rentabilidad que se une al capital restante y que permite, iterativamente, una reformulación de la renta vitalicia. Así, la segunda anualidad se determina sobre el capital remanente con las hipótesis válidas para ese año, por lo tanto, una edad del perceptor superior y un capital posiblemente inferior al

de la primera anualidad si la rentabilidad obtenida es inferior a la suma de las rentas ya dispuestas durante el transcurso de los doce meses agotados. Los años sucesivos, se reitera el esquema de cómputo anual de la renta de ese año en función del capital disponible al inicio del mismo.

Esta forma de percepción de la jubilación, que no deja de ser una renta variable, no impide que los fondos acumulados puedan llegar a agotarse (de hecho, la tendencia es a que la prestación sea decreciente en el tiempo), pero alberga la posibilidad de dejar legado.

La razón técnica que justifica que la prestación sea decreciente se debe a que los fondos son individuales, de modo que no se comparte el riesgo de longevidad entre los suscriptores. Por lo tanto, y muy intuitivamente, como el pensionista tiene una vida restante decreciente, pero creciente respecto a la edad de inicio de la jubilación si se tiene en cuenta que ha vivido un año más, necesariamente la renta vitalicia que conforma su jubilación disminuye respecto a la que le hubiera proporcionado una renta vitalicia a la edad de jubilación, y lo hace anualmente a tenor de su aumento de esperanza de vida. Todo ello sucede a menos que la rentabilidad financiera logre contrarrestar dicho efecto de longevidad.

2.2 Hipotecas inversas y otros productos de pensiones inmobiliarios

Las hipotecas inversas y los productos de pensiones basados en la propiedad inmobiliaria se destinan a pensionistas que no disponen de suficientes ahorros para su jubilación a través de productos concretos como los planes de pensiones o los seguros, pero que poseen un inmueble. Se trata de instrumentos que convierten la tenencia de una riqueza ilíquida en un flujo de rentas.

Los primeros contratos de este tipo se comercializaron en Reino Unido en 1965 y creció su popularidad en condiciones de un mercado inmobiliario en alza, hecho al que se unió que posibilitaban satisfacer el deseo de las personas de seguir viviendo en su propio hogar. En España este deseo es mayoritario, pero además según el Informe de Personas Mayores (2016) el número de viviendas para mayores ha crecido a un ritmo de 400 viviendas al año pero todavía es muy escaso y se sitúa en las 9.000 plazas aproximadamente en todo el territorio.

Se vislumbra que las hipotecas inversas constituyan una alternativa de financiación preferida a la opción de vender la vivienda, y/o adquirir o alquilar otra de menor valor al llegar a la jubilación. Los costes de transacción y los psicológicos no alientan esta segunda alternativa.

2.1.1 Hipoteca inversa

Las hipotecas inversas se constituyen como un instrumento para conseguir liquidez durante la vida pasiva de las personas. En algunos países, como España, es frecuente que las inversiones de los mayores estén fundamentalmente localizadas en activos reales (fundamentalmente, en la vivienda principal donde residen) siendo mucho menor la inversión en activos financieros. A modo de ejemplo, según la Encuesta Financiera de las Familias 2011 realizada por el Banco de España, en los hogares donde el cabeza de familia está jubilado, los activos reales suponen el 82,7% del total. Según datos de Inverco, el 77,7% de las familias españolas tienen depositado sus ahorros en la vivienda donde residen. Se trata, por tanto, de elevados volúmenes de inversión en bienes que pueden considerarse ilíquidos, o que en caso de convertirse en líquidos por causa de necesidad pueden llevar asociados una notable pérdida de rentabilidad (imaginemos, por ejemplo, la venta de una vivienda en España durante el año 2012, donde se produjeron elevadas caídas de precios en el mercado inmobiliario).

En general, una hipoteca inversa se define como un préstamo contra la vivienda que no requiere ningún reembolso mientras el titular del inmueble viva en el mismo (Blay, 2009). En este tipo de productos suele exigirse que el propietario tenga una cierta edad, por ejemplo al menos 62 años, y que la propiedad constituya su vivienda habitual, debiendo además estar libre de cargas. Para cobrar la hipoteca inversa, el individuo puede escoger entre (i) un anticipo por el total de efectivo concedido, (ii) una línea de crédito que puede utilizar siempre que quiera hasta su agotamiento, (iii) un cobro mensual por un número determinado de años, (iv) una renta mensual mientras el propietario viva en su hogar o (v) una renta mensual independiente de donde se aloje. Las opciones anteriores no implican el mismo flujo de rentas.

En el caso de elegir una renta vitalicia (*lifetime mortgage*) existen distintas modalidades según las condiciones pactadas. La *Home Income Plan* implica que el propietario pida un préstamo que se asegura contra el valor del hogar. En caso de vender el hogar antes de fallecer, se compensa la cantidad que el propietario pidió prestada al inicio de la operación. En otras modalidades el pago de los intereses del préstamo va a cargo del propietario (*Interest-only*) o bien se demora hasta el fallecimiento, cuando se produce la liquidación.

Las principales desventajas de estos productos son los riesgos que se asumen al estar expuestos a la evolución de los precios inmobiliarios. Además, pueden verse condicionados por los deseos de dejar un legado. A todo ello se añaden sus elevados costes de transacción, la aversión de los mayores a contraer

deudas, la falta de conocimiento suficiente para entender el producto, y el problema de la antiselección, por la cual la información relevante sobre su estado de salud puede ser utilizada por el asegurado a su favor.

Un análisis detallado de los diferentes tipos de hipotecas inversas y productos de pensiones basados en la propiedad inmobiliaria puede encontrarse en Cocco y Lopes (2015).

En momentos como el actual, en los que las reformas de los sistemas públicos de pensiones pueden ir acompañadas de reducciones en las tasas de sustitución, la elevada inversión en vivienda puede dificultar disponer del capital necesario para hacer frente a los gastos que se produzcan durante la vejez, por ejemplo, derivados de empeoramientos en el estado de salud. Disponer, por tanto, de productos que permitan transformar en líquidos los bienes ilíquidos como la vivienda cobra la máxima relevancia.

A pesar del indudable interés que parecen tener, los mercados de hipotecas inversas no acaban de despegar, y salvo excepciones como EE.UU. y Reino Unido, en el resto de países nos encontramos con volúmenes pequeños de contratación, que incluso muestran tendencias decrecientes en los últimos años. Aunque las razones pueden ser diversas, las crisis inmobiliarias producidas, con descensos significativos en el precio de los inmuebles, y los factores culturales que hacen que, en países como España con una cultura de la herencia muy implementada resulte extremadamente complicado desprenderse de la plena propiedad de la vivienda, aparecen como algunas de las más extendidas.

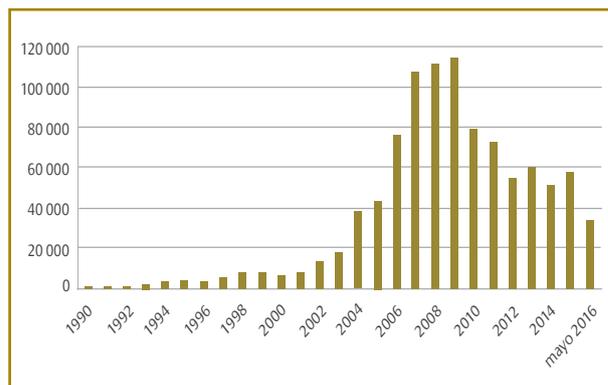
Aunque todavía puede considerarse pequeño, el mayor mercado de hipotecas inversas lo encontramos en EE.UU, donde comenzaron a contratarse en el año 1989. Aunque durante los primeros años del siglo XXI tuvieron un crecimiento significativo, fundamentalmente por el impacto de contextos de tipos de interés favorables y aumentos en los precios de la vivienda (Sánchez et al. 2007; Alonso et al. 2013) el inicio de la crisis financiera hizo que el volumen de contratación cayera significativamente.

The Home Equity Conversion Mortgage (HECM) es el único producto de estas características asegurado por el Gobierno Federal, lo que le convierte en el producto de este tipo con mayor penetración en el mercado americano. Los requisitos para acceder a este tipo de hipoteca inversa son tener al menos 62 años y que la casa sea la residencia habitual del solicitante. Se fijan las cuantías máximas del préstamo (que depende de la edad del prestatario y el valor del inmueble), garantizándose que los prestamistas cumplan con sus compromisos, y limitándose los costes asociados. La *Federal*

Housing Administration establece un seguro de garantía que asegura a los prestamistas en caso de que el préstamo sea superior al valor de la casa en el momento de venta, y a los prestatarios en caso de que los prestamistas no paguen lo pactado. El hecho de ser un producto asegurado se considera un punto fuerte en la distribución de este tipo de hipoteca. Como en otros tipos de hipotecas inversas los recursos pueden obtenerse a través de una única suma de capital o mediante una renta temporal o vitalicia. Al vencimiento, el prestatario o sus herederos pueden refinanciar la casa y quedársela, venderla, o entregar la casa al prestamista.

El número de préstamos HECM concedidos desde 1990 aparece representado en la Figura A2.1, en el que observamos cómo durante los últimos años se ha producido un notable descenso en su volumen de contratación, a pesar de haber tenido un leve repunte en 2014. Prácticamente un millón de préstamos HECM han sido concedidos en el mercado americano desde sus orígenes hasta la actualidad (NRLMA, 2016)

Figura A2.1. NÚMERO DE PRÉSTAMOS HECM

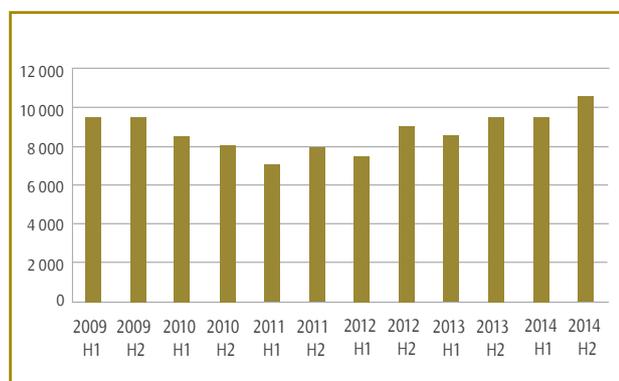


Fuente: elaboración propia en base a NRLMA, 2016

En Europa el mayor mercado de hipotecas inversas lo encontramos en el Reino Unido, con aproximadamente medio siglo de vida (desde 1965, según Reyes 2010). La tipología es similar a la observada en EE.UU., garantizándose el pago de un capital o de una renta temporal o vitalicia. Suele existir garantía para el riesgo de patrimonio no negativo, en este caso desde las propias entidades de crédito. La concesión de la hipoteca depende de la edad del prestatario (habitualmente entre 55 y 60 años) y el valor de la vivienda, siendo el tipo de interés fijo o sujeto a un límite. Se trata fundamentalmente de préstamos de interés capitalizados (los intereses no se

pagan durante la vida del préstamo, sino que se capitalizan de forma anual). Aproximadamente dos tercios de las hipotecas inversas concedidas en 2014 llevan asociada la apertura de una línea de crédito; el tercio restante proporciona una suma de capital (Equity Release Council, 2014). Entre 2013 y 2014 el número de personas que han contratado este producto ha aumentado en cifras cercanas al 13%, alcanzando cifras cercanas a las observadas en 2008 (Figura A2.2). No obstante, solo un 1% de las personas mayores de 65 años, propietarias de sus viviendas, contratan este tipo de productos (Orts 2012).

Figura A2.2. EVOLUCIÓN SEMESTRAL DEL NÚMERO DE PRESTATARIOS DE HIPOTECAS INVERSAS (UK, 2010-2014)



Fuente: Equity Release Council, 2014

Otros países, como Irlanda o España también han intentado avanzar en la implementación de este tipo de productos, si bien las tasas de penetración han sido notablemente más reducidas. En el caso de España se empezaron a comercializar en 2006 de la mano de entidades financieras que siguieron fundamentalmente el modelo de Reino Unido (al igual que en este país no existe aseguramiento estatal). La edad mínima de contratación suelen ser 70 años, y como en otros países, el producto se diseña teniendo en cuenta la edad del prestatario y el valor de la vivienda, que ha de ser la vivienda habitual de la persona que además debe ser la propietaria. Fundamentalmente se constituye bajo la modalidad de pago de rentas temporales y vitalicias. La caída del precio de la vivienda en España, la elevada acumulación de activos inmobiliarios en los balances de las entidades, la reestructuración financiera (sobre todo de las cajas de ahorro), y la reducción del crédito, ha afectado al mayor desarrollo de este producto en este país. Ya en 2013 se había reducido en un 70% el número de entidades que ofertaban hipotecas inversas en España (Óptima Mayores 2013).

La hipoteca inversa fue aprobada en el Estado de México en mayo de 2013, para personas mayores de 60 años. El potencial de este producto en ese mercado a la hora de permitir aumentos en las tasas de reemplazo de las pensiones públicas queda demostrado en Hoyo y Tuesta (2013). En México, como en España, el porcentaje de personas mayores que son propietarias de sus viviendas es muy elevado, cercano al 82%, lo que puede favorecer su comercialización. Los autores proyectan como la tasa de reemplazo de la pensión incluyendo las rentas vitalicias derivadas de la hipoteca inversa para un pensionista de 65 años aumentaría del 37% al 82% en 2050. Los autores revelan asimismo el potencial que este producto podría tener en otros mercados como el chileno, donde aproximadamente el 81% de personas entre 60 y 65 años son propietarias de la vivienda en que residen (Berstein et al. 2005).

Aunque la hipoteca inversa es sin duda el producto más conocido cuando queremos vincular la percepción de una renta en la vejez al patrimonio inmobiliario, existen otros productos que también permiten la obtención regular de cantidades utilizando la vivienda de la persona. Nos referimos fundamentalmente a la hipoteca pensión, la vivienda pensión y la cesión de la vivienda para alquiler (Herranz, 2006; Blay, 2009).

2.2.2. Hipoteca pensión

La vivienda pensión o *reversión de la propiedad* también permite liquidar el patrimonio inmobiliario, mediante la venta de la vivienda o una parte, a cambio de una suma que se convierte inmediatamente en un único capital o bien en una renta regular. El comprador no puede revender la parte comprada hasta la muerte del titular o su cambio de domicilio, obteniéndose un valor inferior al de la vivienda.

El individuo suscribe con la entidad un crédito hipotecario sobre su vivienda contratando una pensión vitalicia con el dinero obtenido. Supone la combinación de dos productos que en otras situaciones son ofrecidos por las entidades de manera independiente: las hipotecas y las pensiones vitalicias. Al igual que en las hipotecas inversas, las cuantías percibidas están correlacionadas con la edad del titular, su esperanza de vida y el valor de la vivienda, aunque se diferencia de estas en que la cuantía percibida mediante el crédito hipotecario se destina a la contratación de un seguro de rentas vitalicias (en el caso de la hipoteca inversa es opcional, en función de si el titular quiere seguir cobrando la renta vitalicia una vez agotado el capital correspondiente al valor de la vivienda).

La pensión a percibir depende del monto de la hipoteca (valor de la vivienda) y de la edad de la persona. Lógicamente, a mayor edad y mayor valor del inmueble,

mayor pensión, que puede ser fija o variable a lo largo del tiempo. La hipoteca contratada no genera ningún derecho para la entidad financiera hasta la muerte del propietario, momento en el cual los herederos elegirán entre hacer frente a la deuda con el inmueble, o heredar la propiedad con la carga de la deuda. El pago de los intereses de la hipoteca los paga habitualmente el propietario con la propia pensión percibida.

En este tipo de productos es habitual asegurar un capital para situaciones de muerte inmediata del rentista (habitualmente durante el primer o el segundo año, en función fundamentalmente de su edad), similar al propio de los seguros de vida vinculados a hipotecas, que permite a los herederos recuperar parcialmente (e incluso totalmente) lo no percibido por el titular de la hipoteca.

La principal desventaja de este tipo de producto frente a la hipoteca inversa es su tratamiento fiscal. Mientras que la renta percibida mediante la hipoteca inversa está exenta de tributación, en el caso de la hipoteca pensión el titular tiene que hacer frente al pago de impuestos por la pensión vitalicia correspondiente. A su favor tiene el hecho de garantizar una pensión vitalicia sin la necesidad de contratar un seguro adicional como ocurre en la hipoteca inversa.

2.2.3 Vivienda pensión

Instrumento mediante el cual el propietario de una vivienda la vende a una entidad conservando el usufructo a cambio de una pensión vitalicia. Se trata de productos en los que intervienen de forma más frecuente entidades aseguradoras que pagan la renta al antiguo propietario e incluso pueden hacerse cargo de los gastos habituales del inmueble, como el pago de los gastos de comunidad, o el IBI.

La edad de la persona es de nuevo una de las variables fundamentales tenidas en cuenta a la hora de la formalización de este tipo de productos, para la que suele exigirse un

mínimo superior al de resto de productos contemplados. La pensión suele ser superior a la otorgada con los otros productos, compensando la pérdida de la titularidad sobre la vivienda del rentista, y la imposibilidad de que los herederos puedan reclamar la propiedad del inmueble a su muerte (que las entidades tratan de dejar recogido en escritura pública para evitar futuros conflictos).

La complejidad del producto, por ejemplo, en términos de la regulación del usufructo correspondiente (evitando, por ejemplo, la trasmisión y cesión del usufructo vitalicio por parte del antiguo propietario a otras personas) ha provocado que su desarrollo se haya visto muy limitado.

2.2.4 Cesión para alquiler

Producto notablemente diferente de los anteriores, sobre todo porque no suele ser ofrecido por entidades financieras y/o aseguradoras, sino por empresas destinadas a la gestión residencial para personas mayores. Mediante su suscripción el propietario de una vivienda cede su alquiler a una empresa de estas características que le posibilita el ingreso en una residencia, en un apartamento tutelado o en algún alojamiento alternativo. La empresa gestora paga una renta al propietario de la vivienda para que pueda afrontar los gastos correspondientes, independientemente de que la vivienda esté o no alquilada. Dicha renta será inferior a la cantidad recibida por el alquiler correspondiente, de forma que si el precio del servicio residencial es superior a la cuantía recibida, el propietario de la vivienda deberá asumir la diferencia (en caso contrario, podrá disponer del diferencial correspondiente).

Algunos trabajos ponen de manifiesto la relevancia que este producto podría tener en el diseño de un plan para las viviendas de alquiler (Edad & Vida, 2005). A nivel fiscal, el titular de la vivienda deberá tributar por los ingresos derivados del alquiler correspondiente.

ANEXO III. Grupo focal

La sesión principal del grupo focal se organizó en el otoño de 2017 como un debate de 90 minutos moderado por dos investigadores.

Antes de iniciar el debate, y previo al inicio de esta sesión, los participantes respondieron a un cuestionario anónimo individual que contenía una serie de preguntas para delimitar su perfil y equilibrar la representatividad que este grupo supone respecto a la población.

El debate tuvo lugar en torno a las siguientes cuatro cuestiones:

1. ¿Qué necesitan para estar tranquilos respecto a la gestión de sus ahorros? ¿Prefieren opinar en las sugerencias que les hacen las personas que les asesoran (incluidos familiares) o no intervienen en las mismas y hacen lo que les dicen?
2. ¿Qué es lo que NO les gusta del asesoramiento financiero que reciben? ¿Qué es lo que SÍ les gusta?
3. ¿Cuáles eran sus deseos y preocupaciones antes de jubilarse? ¿Se sienten satisfechos ahora que están jubilados?
4. Mirando atrás, ¿hubieran hecho algo distinto antes de jubilarse respecto a sus ahorros?

Las principales conclusiones del grupo fueron las siguientes.

En relación a lo que los participantes necesitan para estar tranquilos respecto a la gestión de sus ahorros, y sobre sus preferencias a la hora de opinar o no en las sugerencias que les hacen las personas que les asesoran en las inversiones que realizan (incluidos familiares) se concluye:

Los participantes toman decisiones sobre la gestión de sus ahorros de forma autónoma solo en relación a un determinado porcentaje de dichos ahorros (aunque puede llegar a alcanzar cifras elevadas de hasta el 80% -incluso del 100%- si poseen elevados conocimientos financieros). Para el resto de sus ahorros suelen buscar asesoramiento sobre la mejor forma de gestión.

Recibir un mal consejo por parte del asesor sobre la gestión de sus ahorros tiene un impacto muy negativo en la opinión que los participantes tienen de dicho gestor, que puede llegar a generalizarse a una entidad financiera, si el asesor forma parte de la misma. Aprender de los malos consejos es relevante en la toma de decisiones.

Diversificar el ahorro y huir de inversiones centralizadas en un solo producto es una de las premisas fundamentales que las personas mayores buscan en la gestión de sus ahorros. Experiencias valoradas negativamente por los asistentes como las derivadas de la concentración del ahorro en determinados productos de los que no han obtenido la rentabilidad esperada justifican su opinión actual a la hora de señalar la necesidad de depositar los ahorros en diversos productos alternativos.

Los participantes indican una cierta "nostalgia" hacia la forma como las entidades financieras les trataban hace años. Actualmente echan de menos un tratamiento más personalizado, que les evite sentirse como si fueran tratados de forma totalmente generalista. Perciben del trato que reciben de las personas que les asesoran en entidades financieras un deseo de alcanzar "objetivos de colocación de determinados productos", que puede llevarles a la desconfianza.

El hecho de que las entidades les ofrezcan además productos para comprar de índole diferente a la financiera (teléfonos, televisiones,...) puede llegar a desorientarles sobre la labor de asesoramiento tradicionalmente prestada por cajas y bancos.

Se consideran generaciones de productos financieros más sencillos (libretas de ahorro y plazos fijos) por lo que demandan una mayor explicación de los productos que ahora se les ofrecen. Manifiestan dificultad para entender el significado de los test de idoneidad, y echan de menos el acceso a un segundo asesor que valide lo que el primero les plantea (asesor independiente).

La búsqueda de asesoramiento sobre la gestión de los ahorros en asesores independientes, externos a entidades financieras, recibe una valoración en general positiva, aunque a veces dichos asesores, siendo profesionales, forman parte de su círculo familiar o de amistades. No obstante, cuando el asesor de la entidad financiera demuestra un nivel de formación y conocimientos suficientes, la valoración también es positiva.

Son generaciones que han obtenido elevadas rentabilidades en productos financieros en otros momentos del tiempo. Son conscientes de la situación financiera actual y de que los tipos de interés no son los mismos, pero en

cualquier caso buscan productos que garanticen al menos recuperar las cantidades invertidas. Solo algunos muestran un perfil un poco más agresivo aludiendo a que si siguen un comportamiento muy conservador no tienen posibilidad de conseguir rentabilidades atractivas.

Cuando son personas con educación financiera la visión que ofrecen de los asesores de las entidades bancarias puede ser sustancialmente distinta, más positiva. No obstante, también son capaces de valorar la capacidad de asesoramiento de las personas que les atienden, y establecer comparaciones entre ellos desde un punto de vista más técnico.

Son concluyentes cuando hablan del asesoramiento recibido en la contratación de los planes de pensiones. Valoran positivamente que se explique el atractivo fiscal que pueden tener este tipo de productos hasta que se hacen efectivos en el momento de la jubilación, pero indican la necesidad de explicar también adecuadamente la fiscalidad que se aplicará en el momento del cobro. Además piden que el asesoramiento sobre el tipo de inversiones realizado por el fondo de pensiones sea claro y explícito, sobre todo para evitar la sensación de “engaño” que puede derivarse de recuperaciones de capital inferiores a lo aportado. Especial incidencia debe hacerse cuando la inversión se realiza parcial o totalmente en renta variable.

En términos generales valoran positivamente la rentabilidad que obtienen de los inmuebles que puedan tener en forma de inversión, y parecen decantarse por alquileres no permanentes en el tiempo, que se adapten, por ejemplo, a la demanda que pueda derivarse de actividades turísticas (estacionales).

Se muestran dispuestos a llevarse todos sus ahorros de una determinada entidad financiera si esta no responde a sus expectativas.

En relación a lo que SÍ les gusta del asesoramiento financiero que reciben y lo que NO les gusta del mismo:

Los participantes indican que les gusta que el asesor financiero les explique el mínimo garantizado de rentabilidad que obtendrá con las inversiones realizadas (que como mínimo se obtenga esa cantidad). No les gusta que les asesoren sobre algo que puede no producirse en términos de rentabilidades esperadas, o que no se les explique claramente que eso puede ocurrir (no obtener el nivel de rentabilidad señalado).

Valoran positivamente que se les ofrezcan ejemplos sencillos para analizar las diferencias entre unos u otros

productos de inversión. No admiten que se les ofrezcan respuestas improvisadas haciendo referencia a su edad o a la dificultad para que comprendan el producto. Quieren ejemplos que les infundan tranquilidad.

Valoran positivamente la empatía que les transmite la persona que les asesora. Un mal trato puede ser motivo suficiente para llevarse todos los ahorros de la entidad financiera o del gestor correspondiente.

Además, valoran positivamente que el asesor financiero les ayude a gestionar sus ahorros pero ofrecen una valoración contraria cuando perciben en el asesor el deseo de cumplir los objetivos que probablemente le ha marcado su entidad. Valoran positivamente la gestión de los ahorros pero muestran dudas sobre la venta de productos no financieros que actualmente hacen algunas entidades. Formulan la siguiente pregunta: ¿Gestionan ahorros o venden productos? Muestran una cierta inseguridad ante el giro que se puede estar dando en algunas ocasiones a la actividad bancaria tradicional.

Valoran positivamente los buenos consejos que han recibido de los asesores financieros cuando han derivado en rentabilidades atractivas o al menos en la recuperación de lo depositado, pero son muy críticos con productos que han derivado en pérdidas para los clientes, sobre todo si han afectado de forma generalizada a un número importante de personas. Critican que determinados productos se hayan distribuido por la entidades financieras sin ofrecer la información necesaria, incluso sin ser suficientemente entendidos por los propios asesores.

Valoran positivamente el nivel de formación de las personas que les asesoran, y ellos mismos son capaces de valorarlo si poseen formación financiera suficiente. Valoran negativamente ser atendidos por personas sin los conocimientos suficientes, y aunque la desconfianza la genera la persona, señalan a las entidades como las responsables de que esto ocurra.

Valoran positivamente la honestidad de los asesores, incluso si esta honestidad les lleva a reconocer que no saben la respuesta a una pregunta que se les formula. Valoran muy negativamente la actuación contraria (la respuesta a una pregunta que no conocen) a la que catalogan incluso de engaño.

Valoran positivamente que el asesor conozca el perfil del cliente al que asesora. Atendiendo a la edad es más probable que el cliente sea más un ahorrador que un inversor. Valoran negativamente que el asesor no tenga en cuenta

las circunstancias particulares de cada persona a la hora de gestionar sus ahorros. Tener en cuenta las necesidades de gasto de cada individuo puede ser fundamental en un buen asesoramiento.

Las personas mayores buscan seguridad, confianza, en los consejos del asesor. No gusta que el asesor, a veces de manera involuntaria, ponga de manifiesto que lo que busca es alcanzar objetivos.

Reclaman, incluso para ellos, una mayor educación financiera.

Valoran positivamente que el asesor, y la institución financiera a la que pertenece, hagan un seguimiento de la satisfacción del cliente respecto al ejercicio de su actividad. Valoran muy negativamente que ante insatisfacciones que provocan que el cliente abandone la entidad no se haga ningún tipo de seguimiento sobre las razones que han provocado ese abandono. Genera en la persona la sensación de una actuación alejada de lo que se considera un trato personalizado (falta de gestión personal), de indiferencia por parte del asesor y de la entidad a la que representa.

Respecto a cuáles eran los deseos y preocupaciones antes de jubilarse y si se sienten satisfechos ahora que están jubilados, opinan:

Las personas cuando buscan gestionar sus ahorros antes de la jubilación buscan garantizar una seguridad una vez alcanzada esta. Asesorar sobre los productos de ahorro e inversión que se ofrecen a los clientes desde todas las vertientes, también la de fiscalidad (en el momento actual, durante la vida del producto, y en el momento de su recuperación) se considera fundamental. El diferimiento en el pago de impuestos que pueden llevar asociados algunos productos tiene que ser perfectamente explicado, para que no se considere como una falta de información o de transparencia en un momento muy relevante en la vida de la persona, como es el de su jubilación.

Antes de jubilarse la persona necesita vincular los ahorros y las inversiones que realiza a las necesidades que tendrá cuando se jubile, si piensa en el largo plazo. Para ello es fundamental saber la pensión que se cobrará. Si la pensión no es la esperada, y/o los productos de ahorro contratados de forma individual por la persona no generan la rentabilidad prevista, se genera insatisfacción.

Se muestran preocupados por la situación actual y el futuro de las pensiones públicas, también para las generaciones venideras. Las perspectivas que tenían sobre las pensiones que cobrarían en su jubilación se ven ahora sometidas a porcentajes bajos de revalorización y además con fines en algunos casos no esperados, como la ayuda a los hijos.

Respecto a los consejos que darían a una persona que está a punto de jubilarse, señalan:

La conveniencia de que sean realistas sobre las pensiones públicas que cobrarán, sobre todo desde el punto de vista de la baja revalorización que se espera para las mismas si se mantiene el sistema actual.

Recomiendan además que piensen en necesidades adicionales de gasto que puedan surgir como consecuencia fundamentalmente del envejecimiento, y que pueden no haber sido tenidas en cuenta de manera previa. Sobre todo las derivadas de necesidades de ayuda de terceras personas para la realización de las actividades básicas de la vida diaria, pero también las derivadas de las ayudas que los propios pensionistas ofrecen a otras personas (cónyuge a cargo e hijos).

Cuando se pregunta a los participantes si mirando hacia atrás hubieran invertido o ahorrado de otra manera (haciendo especial referencia a la inversión inmobiliaria), pensando en su jubilación:

Señalan como prioritaria la inversión en la primera vivienda, y existen discrepancias respecto a la inversión en segundas residencias como garantía del ahorro a largo plazo, dependiendo de las experiencias en términos de alquileres, o condicionado al momento del ciclo inmobiliario.

Indican lo importante que es pensar en las necesidades que se tendrán a largo plazo cuando eres más joven (dependencia...). No pensar en ello te hace ver después que podrías haber invertido el dinero de otra manera, o no haber gastado tanto en cosas no necesarias.

En cualquier caso todos ellos coinciden en señalar que las decisiones de ahorro a largo plazo, o sobre la forma de inversión, vienen condicionadas por la situación de cada familia, y por el momento del tiempo en que te encuentres.



Fundación "Instituto Edad&Vida"

Aribau, 185, 5º-7ª.

08021-Barcelona

Tel. 93 488 27 20

www.edad-vida.org

e-mail: edad-vida@edad-vida.org

Diseño y realización:

Senda Editorial, S.A.

Poeta Joan Maragall, 56, 7ºD

28020 Madrid

ISBN: 978-84-09-04826-7

Depósito Legal: M-31239-2018

MIEMBROS PROMOTORES



MIEMBROS COLABORADORES

- CAEPS – Universitat de Barcelona
- Confederación Española Aulas de Tercera Edad
- CEOMA – Confederación Española de Organizaciones de Mayores
- CSIC – Consejo Superior de Investigaciones Científicas
- EADA – Escuela de Alta Dirección y Administración
- ESADE – Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas
- Fundación Aequitas – Fundación del Consejo General del Notariado
- Fundació Bosch i Gimpera – Universitat de Barcelona
- Fundación Consejo General de la Abogacía Española
- Fundació Pere Tarrés – Universitat Ramon Llull
- Fundación Universitaria San Pablo-CEU
- IBV – Instituto de Biomecánica de Valencia
- IESE - Escuela de Dirección de Empresas – Universidad de Navarra
- LOYOLA LEADERSHIP SCHOOL
- POLIBIENESTAR
- SEAUS – Sociedad Española de Atención al Usuario de la Sanidad
- SECOT – Seniors Españoles para la Cooperación Técnica
- SEDISA – Sociedad Española de Directores de Salud
- SEGG – Sociedad Española de Geriátrica y Gerontología
- SEMER – Sociedad Española de Médicos de Residencias
- SEMERGEN – Sociedad Española de Médicos de Atención Primaria
- SEMFYC – Sociedad Española de Medicina de Familia y Comunitaria
- UDP – Unión Democrática de Pensionistas y Jubilados de España
- Universidad de Almería
- Universidad Autónoma de Madrid
- Universidade da Coruña
- Universidad de Córdoba
- Universidad de Extremadura
- Universidad de Granada
- Universitat Politècnica de Catalunya
- Universitat de Vic



Fundación

Edad & Vida

Instituto para la mejora, promoción
e innovación de la calidad de vida
de las personas mayores

Paseo de la Castellana, 52, 5º.
28046 Madrid

Aribau, 185, 5º, 7ª.
08021 Barcelona

www.edad-vida.org

e-mail: edad-vida@edad-vida.org

Tel. información: 93 488 27 20