

Documento de Trabajo: Nº 6/2014  
Madrid, Junio de 2014

# La fase de percepción de los pagos de los planes de pensiones provisionados: riesgos y opciones de pago

Por Jorge Miguel Bravo y Robert Holzmann



Informe PISA sobre Educación Financiera elaborado por



con el apoyo de BBVA

### **Documento número 6 - Documentos Mi Jubilación**

La fase de percepción de los pagos de los planes de pensiones provisionados: riesgos y opciones de pago - II Trimestre 2014

**Jorge Miguel Bravo** • Profesor asistente en la Universidade de Évora y en la Universidade Nova de Lisboa, Coordinador de ORBio - Observatório dos Riscos Biométricos da População Segura, Associação Portuguesa de Seguradores.

**Robert Holzmann** • Profesor y catedrático de Economía, Protección financiera de la tercera edad, University of Malaya (Kuala Lumpur); Presidente honorario, Centro de Excelencia en la Investigación del Envejecimiento de la Población, Universidad de Nueva Gales del Sur (Sydney); Investigador del IZA (Bonn) y del CESifo (Munich) y miembro de la Academia Austriaca de Ciencias (Viena).

Vocales del Foro de Expertos del Instituto BBVA de Pensiones.

Évora / Kuala Lumpur, junio de 2014

### **Palabras clave**

Pensiones, Riesgos pago pensiones, Rentas vitalicias, Instrumentos financiación de jubilación, Políticas públicas, Percepción de las pensiones

## Índice

Sección 1: Introducción .....	4
Sección 2: Principales fuentes de riesgo en la fase de percepción de las pensiones y de los productos de jubilación .....	5
Sección 3: Opciones de percepción de las pensiones y compensación de los riesgos .	9
Sección 3.1: Pagos de suma global.....	9
Sección 3.2: Retiradas de efectivo programadas .....	10
Sección 3.3: Rentas vitalicias.....	11
Sección 3.4: La hipoteca inversa como instrumento de financiación de la jubilación.	15
Sección 4: El papel de las intervenciones de las políticas públicas.....	17

# 1. Introducción

Las estructuras de población y los condicionantes demográficos principales tras ellas tienen un gran impacto en los sistemas de pensiones, su situación financiera y las necesidades de reformas.

El papel de las provisiones de fondos individuales de jubilación se ha incrementado en las últimas décadas. Sin embargo, mientras que la fase de acumulación de ahorro de jubilación ha atraído la atención principal del sector y de las investigaciones, la fase de percepción de la pensión ha sido mucho menos explorada. Este documento investiga las opciones de percepción de las pensiones clave en relación con los numerosos riesgos económicos y financieros a los que se enfrentan las personas cuando llegan al momento de la jubilación con un dinero acumulado para este fin que representa una parte importante de los ingresos de su vida.

Hay muchas razones por las que las provisiones de jubilación individuales provisionadas han cobrado importancia durante las últimas décadas, entre ellas (Holzmann, 2014a):

(1) Las reformas sistémicas de los planes públicos de pensiones desde la reforma chilena de 1981 y el paso de planes de prestaciones definidos (colectivos) no provisionados (NDB) hacia esquemas de contribución provisionados y definidos (FDC). En 2008, dichas reformas han alcanzado 31 países, con algunos cambios (suspensión, eliminación, reducción e introducción) (Holzmann, 2013). Este movimiento requiere nuevos modos de percepción de las pensiones y la sustitución de las anteriores rentas públicas por otras opciones.

(2) La generosidad pública decreciente de rentas públicas como resultado de la reforma de las pensiones públicas con motivos fiscales en todo el mundo y el estímulo por parte de los gobiernos del ahorro complementario voluntario para cubrir la brecha de ingresos en la edad avanzada (Hinz et al., 2013). Este último fenómeno está previsto que aumente como resultado del previsto nuevo aumento de la longevidad, dando lugar a una llamada a "jubilarse más tarde y ahorrar más" (OCDE, 2013a).

(3) Mientras que el cambio (parcial) de NDB a FDC en el caso de las pensiones públicas se ha extendido a 31 países en 2008, dicho paso de planes de prestaciones definidos provisionados (FDB) hacia planes de FDC casi se ha completado en todo el mundo corporativo, en diferentes países, y en las pensiones corporativas ofrecidas, al menos para los nuevos participantes (OCDE, 2013b). Sin embargo, en muchos casos, también los regímenes FDB han sido sustituidos por planes FDC, en que el empleador solamente suele participar en la fase de acumulación en forma de contribuciones y gestión, mientras que el desembolso a menudo solamente depende de las decisiones de la persona.

(4) En los países donde las principales disposiciones básicas para la tercera edad se financian mediante fuentes públicas generales, como es el caso de Australia y Nueva Zelanda, existe un interés no solo para complementar dichas disposiciones públicas con ahorros para la jubilación privados, sino para que se desembolse como una renta vitalicia (y no para invertirse principalmente en viviendas privadas). Esto debería ayudar a reducir la factura de las jubilaciones públicas frente al envejecimiento de la población previsto.

(5) Y, por último, el envejecimiento de la población también ha llegado a las sociedades mayoritariamente jóvenes de Asia meridional y oriental, donde tradicionalmente siempre ha habido más apertura a las disposiciones provisionadas, a menudo en forma de fondos de previsión centralizados que tradicionalmente no ofrecían rentas vitalicias. Además, el apoyo tradicional de la familia en estas sociedades también se está deteriorando debido a la migración, la urbanización y la caída de las tasas de fertilidad. Mientras que el ahorro voluntario y su estímulo público están en la pantalla del radar de muchos países, la necesidad de establecer opciones de percepción de las pensiones estructuradas no ha alcanzado aún las conciencias de la mayoría de personas y gobiernos (véase Holzmann, 2014b, para el caso de Malasia).

La búsqueda de la opción de pago de las pensiones adecuada para los ahorros de jubilación individual acumulados tiene que tener en cuenta una serie de particularidades en las preferencias individuales y el entorno, incluyendo:

(a) Una aversión por parte de la mayoría de las personas contra las rentas vitalicias privadas, que convierten gran parte o la totalidad del capital acumulado mediante pago por adelantado en pagos periódicos incondicionales hasta la defunción. Mientras que la economía del bienestar sugiere un mayor bienestar mediante las ganancias derivadas de dicha conversión, la demanda de rentas vitalicias privadas sigue siendo muy pequeña en todo el mundo. Esta curiosidad respecto a las rentas establece el marco para la búsqueda de otras opciones de pago.

(b) La alternativa para las personas de contar con su retiro acumulado y de gastarlo a su antojo también tiene sus limitaciones, ya que el jubilado se enfrenta con muchos riesgos demográficos y económicos. Estos van desde el riesgo de quedarse sin recursos como resultado de malas inversiones a la exposición a la inflación, para la cual no hay cobertura disponible. Los individuos a menudo no comprenden mucho estos riesgos y, si bien existen instrumentos para gestionarlos, no siempre están a su alcance.

(c) Muchos desarrollos han acentuado la heterogeneidad de las circunstancias para las personas y los países, de modo que los riesgos relacionados con los enfoques más generales, como las opciones de conversión a rentas o de

desembolso libre pueden no ser óptimas. El aumento en la esperanza de vida aumenta casi por definición la varianza en los resultados y circunstancias individuales. El desarrollo del sector financiero en las últimas décadas ha aumentado la complejidad de los mercados financieros y de los productos ofrecidos.

En este contexto, este documento ofrece tres series de consideraciones para las personas, los sectores industriales y los responsables de la toma de decisiones: La Sección 2 presenta los diversos riesgos a los cuales están expuestas

aquellas personas que han acumulado ahorros para la jubilación. La Sección 3 explora los productos clave para las jubilaciones y cómo estas opciones de percepción gestionan los principales riesgos: ventajas e inconvenientes. Finalmente, la Sección 4 describe el papel de las intervenciones de política pública para compensar los riesgos, incluidas áreas de investigación prioritarias sugeridas

## 2. Principales fuentes de riesgo en la fase de percepción de las pensiones y de los productos de jubilación

La combinación de ingresos de los jubilados está cambiando debido a las reformas paramétricas y/o sistémicas tanto de los sistemas de pensiones públicos como relacionados con el empleador. Esto provoca una reducción relativa en los ingresos de las pensiones proporcionadas por el estado y aumenta la incertidumbre sobre las prestaciones de pensiones relacionadas con el empleador. Además, la movilidad (nacional e internacional) cada vez mayor de la mano de obra, la reducción (y ausencia en algunos casos) del número de hijos por pareja, y la creciente importancia de las nuevas estructuras familiares han disuelto las redes familiares tradicionales de solidaridad intergeneracional, impidiendo, o al menos reduciendo, la capacidad de los miembros más jóvenes de una familia para cuidar de los más viejos. Las crecientes dificultades e incertidumbre a las que se enfrentan las nuevas generaciones en el mercado laboral y los desafíos a los que se enfrentan para acceder al mercado inmobiliario también están invirtiendo la dirección histórica de esta solidaridad familiar intergeneracional, ya que muchos

padres ahora tienen que utilizar parte de su jubilación y de sus ahorros para ayudar a sus hijos a hacer frente a su vida diaria o a sus obligaciones financieras.

En este contexto, las personas tendrán que ser más autosuficientes y desearán complementar sus fuentes de ingresos de jubilación y contar con herramientas para gestionar dichos ingresos de forma eficiente. Aunque la respuesta lógica a los desafíos actuales de la jubilación sea ahorrar más, por norma general ahorrar e invertir no será suficiente. Es por ello que la forma de responder mejor a algunos de los riesgos (por ejemplo, riesgos de inflación, salud y longevidad) es mediante contratos de seguros.

¿Cuáles son los principales riesgos a los que se enfrentan las personas durante la jubilación? La Tabla 1 resume los principales riesgos a los que se enfrentan los jubilados para una mejor comprensión de la manera en que los diferentes productos de jubilación responden a sus objetivos personales o financieros

**Tabla 1: Tipología de riesgos para los jubilados**

<b>Factor de riesgo</b>	<b>Definición</b>
<b>Longevidad individual</b>	Existe el riesgo de que el individuo (o la familia) sobreviva más allá de lo que se esperaba en el momento de la jubilación y, en consecuencia, sobreviva a sus ahorros (o experimente una reducción sustancial en los ingresos de jubilación), viéndose obligado a modificar drásticamente su nivel de vida (consumo).
<b>Longevidad conjunta</b>	Se refiere a la incertidumbre por la longevidad del conjunto de la población, es decir, el riesgo de que las personas en general sobrevivan más allá de lo que se esperaba según las proyecciones de mortalidad.
<b>Inversión</b>	El riesgo de que el retorno estocástico de esa inversión signifique que los activos de las pensiones (acciones, bonos, bienes inmuebles) fluctúen con el tiempo. Evidentemente, se presta una atención especial a los escenarios en que los activos de las pensiones se devalúen, comprometiendo el cumplimiento de las necesidades y aspiraciones financieras de las personas.
<b>Inflación</b>	El riesgo de que una subida generalizada de los precios pueda ocasionar una erosión del valor real de los pagos de las pensiones y de los ingresos de las jubilaciones. Por ejemplo, la cantidad de una pensión nominal fija pierde, en 30 años, cerca del 45% (78%) de su poder adquisitivo real, cuando la tasa de inflación es del 2% (5%) anual.
<b>Crédito</b>	Este factor de riesgo supone un riesgo tanto de seguridad como para el emisor. El riesgo de crédito se refiere a casos en que las empresas o individuos sean incapaces de hacer frente a los pagos de sus deudas u obligaciones contractuales. Los prestamistas e inversores están expuestos al riesgo de impagos en prácticamente todas las formas de las extensiones de crédito. El riesgo incluye pérdidas de capital principal e intereses, interrupción de los flujos de efectivo y aumento de los costes de cobro. La pérdida puede ser completa o parcial, y puede darse en una serie de circunstancias, por ejemplo, en el caso de que un emisor de deuda (privado o estatal) sea incapaz de reembolsar una deuda fija asegurada mediante activos o una deuda fluctuante, de que una entidad aseguradora insolvente no pague una póliza, de que un banco insolvente no devuelva sus fondos a un depositario, de que un fondo de pensiones se declare en quiebra o un proveedor de rentas sea incapaz de hacer frente a los pagos de los beneficios debidos a los asegurados.
<b>Liquidez</b>	El riesgo de que los ahorros para la jubilación acumulados no sean fácilmente convertibles (al menos sin una pérdida significativa de capital principal) en efectivo, ya sea por razones legales o contractuales. Por ejemplo, una persona puede ser rica en activos pero ser incapaz de usar su riqueza para pagar sus necesidades de consumo en ausencia de un mercado secundario para la mayoría de los activos en los que ha invertido sus ahorros.
<b>Salud</b>	El riesgo de que una repentina o creciente degradación del estado de salud de una persona aumente significativamente sus gastos de atención sanitaria o exija costosos servicios de asistencia a largo plazo.
<b>Legado</b>	La mayoría de los individuos tiene un enfoque altruista de la vida y se preocupa por sus parientes más próximos. Obtienen satisfacción de saber que sus herederos podrán disfrutar de su riqueza heredada cuando ellos mueran. Debido a esto, muchos padres quieren dejar a sus hijos la casa familiar, dejarles dinero cuando mueran, transferir algunas riquezas a las generaciones futuras o a instituciones. Esto significa que no consumirán toda su riqueza durante la vida y, como consecuencia, solo gastarán una fracción de sus ahorros durante la jubilación.
<b>Conversión en renta</b>	La orden de una persona de convertir sus ahorros acumulados en una renta tradicional puede tener lugar en el peor momento. De hecho, este riesgo se refiere al hecho de que, en el momento de la jubilación, los mercados financieros puedan estar deprimidos, reduciendo el valor de los activos de las pensiones (particularmente aquellos invertidos en acciones, bonos o en el mercado inmobiliario), o que las tasas de interés a largo plazo puedan ser demasiado bajas, lo que implica que las rentas fijadas pueden resultar caras, proporcionando así un beneficio inferior durante la jubilación.
<b>Pensión</b>	El riesgo de que los proveedores de sistemas de pensiones públicos o privados puedan verse obligados a reducir sus pagos de pensiones porque los sistemas de pensiones son insostenibles en el aspecto financiero o como resultado de una decisión política.
<b>Impuestos</b>	Riesgo de que una variación en el entorno regulatorio o fiscal reduzca los ingresos de jubilación disponibles, por ejemplo, un incremento en las tasas de impuestos o de las deducciones, un aumento en el impuesto del IVA, un aumento de los impuestos de los mercados de capitales.
<b>Acontecimientos imprevistos</b>	Divorcio, muerte del esposo/esposa, etc.

En la fase posterior a la jubilación, es necesario gestionar tres categorías de riesgos:

1. Riesgos biométricos, es decir, el riesgo de una duración de la vida incierta (riesgo de longevidad y de mortalidad/brevedad), el riesgo de elevados gastos médicos inesperados, la necesidad y el coste de servicios de asistencia a largo plazo (riesgos de asistencia sanitaria y cuidado a largo plazo).
2. Riesgos de inversión, es decir, los riesgos relacionados con retornos de inversión estocásticos (riesgos de mercado, riesgos de conversión a rentas), con la posibilidad de que los prestatarios (fondos de pensiones, aseguradoras) no cumplan con los pagos requeridos (riesgo de crédito), o con la incapacidad para convertir un valor o activo real en efectivo sin pérdida de capital y/o ingresos en el proceso (riesgo de liquidez).
3. Riesgos de inflación, es decir, el riesgo de que los precios puedan aumentar demasiado rápido, lo que resulta en una disminución del poder adquisitivo de los pagos de pensiones e ingresos de jubilaciones.

El riesgo de mortalidad tiene dos resultados adversos diferentes desde el punto de vista del consumo a lo largo de la vida y del ahorro. Por un lado, el jubilado puede vivir más de lo esperado y quedarse sin dinero. En este caso, el jubilado tendrá que reducir el consumo más adelante en la vida, lo que significa que puede enfrentarse al riesgo de caer en la pobreza antes de morir. Por otro lado, el inversor podría morir muy pronto sin consumir suficiente parte de sus ahorros, por lo tanto dejando un legado involuntario (es lo que se denomina riesgo de brevedad). En cuanto al riesgo de longevidad conjunta, se trata de un riesgo sistemático (no diversificable) para el cual las soluciones de cobertura siguen siendo limitadas (por ejemplo, bonos/permutas de longevidad, q-forwards, reaseguros), una cuestión que preocupa realmente a todas las partes (aseguradoras, fondos de pensiones, gobiernos, particulares, accionistas) expuestas a este riesgo.

El hecho de que los retornos de las distintas clases de activos (acciones, deudas, bienes inmuebles, etc.) en que los futuros jubilados podrían invertir sus ahorros de jubilación acumulados sean volátiles con el tiempo ofrece tanto el atractivo de un potencial alcista, como también las consecuencias negativas de riesgos de déficit debido a acontecimientos adversos en los mercados de capitales. Las inversiones apropiadas en carteras diversificadas son un componente importante de los productos de pensiones bien estructurados. Tanto los jubilados como los intermediarios financieros deberían adoptar un enfoque prudente para la gestión de los activos tras la jubilación, dando preferencia a productos de pensiones que busquen oportunidades de diversificación, en primer lugar entre valores individuales dentro de una clase de activos específica y en segundo lugar entre diferentes categorías de activos (acciones, bonos, bienes inmuebles), así como a otras fuentes de ingresos recurrentes o extraordinarios, o bien solicitando pensiones de vejez o mediante ingresos laborales.

A pesar de las relativamente bajas tasas de inflación de la última década en Europa, la cuestión de la depreciación vinculada a la inflación de los ingresos de jubilación en términos reales es de crucial importancia para los ahorros de la vejez y los horizontes a largo plazo asociados con ellos. Este es un requisito básico pero fundamental para salvaguardar los beneficios y activos de las pensiones frente al riesgo de erosión inflacionaria en la fase de percepción de las pensiones. Resulta esencial diseñar productos de jubilación que permitan hacer frente a los ajustes del coste de la vida. Al hacerlo, se debe prestar atención al índice de inflación utilizado para medir la evolución de los precios de bienes y servicios. Por ejemplo, el uso de un índice de precios de consumo (IPC), que se basa en la variación de todos los bienes y servicios, puede ser inapropiado, puesto que algunas categorías de gastos pueden ser mucho mayores para las personas mayores en comparación con los consumidores más jóvenes (por ejemplo, gastos médicos y asistencia sanitaria).

No se deben descuidar otros importantes factores de riesgo, por ejemplo, el riesgo de elevados gastos médicos imprevistos debido al deterioro de la salud, la necesidad y el coste de servicios de asistencia a largo plazo, riesgos macroeconómicos como el riesgo de cambios tecnológicos y de productividad, o el riesgo político de una variación inesperada en el ámbito regulatorio o fiscal.

Además, los jubilados deben tener en cuenta que los programas de seguridad social nacionales no sostenibles y subfinanciados suelen estar vinculados a importantes riesgos políticos. Esto significa, por ejemplo, que las futuras autoridades podrían cambiar el contexto jurídico de las prestaciones de la seguridad social como respuesta a un creciente déficit fiscal o a la deuda pública, aumentando los impuestos o reduciendo los beneficios de las pensiones.

¿Cómo puede el sector financiero (bancos, entidades aseguradoras, fondos de pensiones, proveedores de rentas) ayudar a los jubilados a hacer frente a sus necesidades y riesgos financieros, tanto en la fase de acumulación de activos como de percepción de las pensiones?

Idealmente, las soluciones de jubilación deben mitigar y lograr un equilibrio entre los principales riesgos financieros potenciales a los que se enfrentan las personas, especialmente los relacionados con el riesgo de que los pensionistas sobrevivan a sus ahorros (inversión, biométrica, inflación). La forma en que las principales opciones de percepción de las pensiones responden a los diversos riesgos a los que se enfrentan los pensionistas no es igual. La Tabla 2 muestra los riesgos clave a los que se enfrentan los pensionistas para cada uno de los principales productos de jubilación.

Existen cuatro tipos de productos según la percepción de las pensiones: pagos de sumas globales, conversión en rentas (solución agrupada), retiradas de efectivo programadas (soluciones no agrupadas) y productos integrados (soluciones híbridas, por ejemplo, retiradas graduales combinadas con rentas vitalicias diferidas). Estos productos, detallados en la sección siguiente, ofrecen diversas ventajas y desventajas para

el jubilado, en particular en cuanto a su flexibilidad y a la cobertura de riesgos.

Los pagos de suma global no ofrecen ninguna protección contra el riesgo de longevidad pero permiten legados. Su exposición a riesgos de inversión, inflación, liquidez, crédito o conversión a rentas depende de la asignación de activos seguida durante la jubilación.

Los productos de rentas fijas ofrecen protección contra el riesgo de longevidad y un retorno adicional condicionado a la supervivencia mediante mecanismos de agrupación, pero no permite a los jubilados ningún control sobre los activos ni flexibilidad en el uso de los activos acumulados, por ejemplo, para dejar un legado. Hay muchos tipos de rentas, dependiendo de la naturaleza de los pagos, del número de

personas amparadas, de la duración de los pagos, del momento de inicio de los pagos, de la frecuencia de pago de las primas, del canal de distribución o de los tipos de opciones incluidas, entre otras características. Es importante destacar que el tipo de rentas de uso más común, es decir, las rentas nominales uniformes proporcionan seguridad de ingresos en términos nominales, pero no ofrecen ninguna protección contra el riesgo de inflación. Las rentas nominales crecientes (reales) proporcionan una protección parcial (completa) contra la inflación pero ofrecen pagos iniciales más bajos comparados con las rentas uniformes.

**Tabla 2: Características de los riesgos de las opciones de percepción de las pensiones**

	Protección contra el riesgo de:			Provisión de:	
	Longevidad	Inversión	Inflación	Legado	Liquidez
<b>Rentas fijas vitalicias reales</b>	Sí	Sí	Sí	Limitada	No
<b>Rentas fijas vitalicias nominales</b>	Sí	Sí	No	Limitada	No
<b>Rentas crecientes vitalicias reales</b>	Sí	Sí	Sí	Limitada	No
<b>Rentas crecientes vitalicias nominales</b>	Sí	Sí	Parcial	Limitada	No
<b>Rentas vitalicias variables: Con beneficios garantizados</b>	Sí	Sí	Posible	Limitada	No
<b>Rentas vitalicias variables: Con lucro</b>	Compartida	Compartida	Compartida	Limitada	No
<b>Rentas vitalicias variables: Vinculadas a la unidad</b>	Compartida	No	No	Limitada	No
<b>Rentas vitalicias variables: Fondos de renta agrupada</b>	Parcial	Parcial	Posible	Limitada	No
<b>Rentas vitalicias XY diferidas</b>	Sí	Parcial	Depende	Parcial	Parcial
<b>Rentas vitalicias XY de periodo cierto</b>	Sí	Depende	Depende	Parcial	No
<b>Retiradas de efectivo graduales vitalicias</b>	No	No	Posible	Sí	No
<b>Rentas ciertas</b>	No	Posible	Posible	Sí	No
<b>Pagos de suma global</b>	No	Posible	Posible	Sí	Sí
<b>Rentas autoasignadas</b>	No	Posible	Posible	Sí	Sí
<b>Hipotecas revertidas</b>	Sí	No	Posible	Posible	No

Nota: El riesgo en la conversión a rentas está presente en todas las rentas fijas y crecientes pero no afecta a las rentas variables. El riesgo de quiebra afecta a todo tipo de productos de jubilación pero es particularmente relevante en las rentas vitalicias.

Fuente: Basado en Rocha y Vittas (2010), con las aportaciones del autor.

Como alternativa, los planes de retiradas de efectivo programadas ofrecen pagos periódicos, que generalmente reducen progresivamente el capital mediante el uso de un patrón de retirada sistemático. Los diferentes productos disponibles en el mercado difieren en cuanto al patrón de retirada de efectivo (fijo contra variable, sistemático contra discrecional) y a la estrategia de asignación de activos (estática, dinámica) utilizada en la gestión de las diferentes categorías de activos (acciones, bonos, mercado de dinero) incorporadas en el plan de pago. La principal ventaja de estos productos es que proporcionan a los jubilados un mayor control sobre los activos, la posibilidad de legar los activos restantes a un beneficiario determinado, y una mayor flexibilidad, ya que, en principio, las estrategias de inversión y las reglas de retirada de efectivo

pueden ajustarse para adaptarse a las preferencias individuales. El principal defecto es que exponen al jubilado a los riesgos de longevidad y de inversión, aunque también ofrecen jubilaciones potencialmente más altas resultado de carteras de inversión bien administradas y diversificadas, y una mayor oportunidad de cobertura contra la inflación.

En los últimos años, hemos visto cada vez más interés en el desarrollo de productos de pago estructurados, que combinen ciertas características de las rentas y de los planes de retiradas de efectivo graduales. Estas soluciones híbridas normalmente proporcionan ciertos ingresos de jubilación garantizados, al tiempo que incorporan la flexibilidad, el potencial de legado y el potencial de inversiones al alza de las soluciones no agrupadas, normalmente a costa de compartir al menos parte de la

inversión y de los riesgos biométricos con los beneficiarios. Se encuentran en muchas formas, desde rentas vinculadas a las inversiones o de pagos variables a soluciones de gestión de activos con garantías de inversión y/o ingresos que pretenden transformar eficientemente las riquezas acumuladas por los jubilados en entradas de ingresos. La mezcla "óptima" de cada persona se determina según sus preferencias específicas en cuanto a riesgo, tiempo, flexibilidad y legado potencial.

El número de personas que suscriben seguros contra estos riesgos todavía es muy pequeño en muchos países. Algunos factores pueden explicar por qué los esfuerzos de ahorro son aún insuficientes. En primer lugar, la educación financiera y la conciencia de las necesidades financieras futuras es claramente insuficiente. Esto puede explicarse por una subestimación de la esperanza de vida media restante individual y de las necesidades financieras futuras, una infravaloración de los riesgos a los que hacer frente durante la jubilación, una

sobreestimación de los ingresos de jubilación proporcionados por los sistemas públicos de pensiones o un cálculo erróneo de la capacidad de continuar trabajando después de la jubilación. Muchos productos son complejos y no existe ningún conocimiento establecido sobre qué información y de qué manera se debe proporcionar a cada cliente.

En segundo lugar, el proceso de acumular suficientes ahorros para satisfacer las necesidades financieras futuras mediante un contrato de seguros u otros vehículos de acumulación requiere disciplina financiera y el sacrificio de necesidades de consumo actuales, algo que las personas no siempre están dispuestas a hacer. Por último, los individuos posponen sus acciones (ahorro) cuando las consecuencias (transferencia de consumo al futuro) son "desagradables", algo que podría explicar por qué las personas se preocupan más acerca de su jubilación a medida que se acerca la edad prevista para esta..

## 3. Opciones de percepción de las pensiones y compensación de los riesgos

El pago de los ingresos de jubilación (pensiones) suele ser una parte integral de los planes de pensiones provisionados. Las opciones básicas de pago de las jubilaciones disponibles para la percepción de los activos acumulados para la financiación de jubilaciones incluyen el pago de la suma global, retiradas de efectivo programadas o graduales, rentas y soluciones híbridas que implican cualquier combinación de ellas (por ejemplo, crear una cartera de rentas vitalicias y planes de deducción de los ingresos). La gama de opciones incluye soluciones de mercado agrupadas (rentas) y opciones del mercado no agrupadas (retiradas de efectivo programadas) y estrategias de autoasignación de rentas (pagos de suma global). Además, la inversión en propiedades inmobiliarias de parte de la acumulación se puede considerar una opción de pago pertinente: proporciona ingresos por el alquiler y, por lo tanto, una parte sustancial de los recursos de jubilación, y, si se traduce en una hipoteca inversa en algún momento, puede cubrir una parte importante de las necesidades de otros ingresos.

Las principales opciones de pago de las pensiones responden a los diversos riesgos a los que se enfrentan los jubilados de manera diferente. En el mercado privado existe una amplia gama de tipos y formas de productos de rentas y deducciones de los ingresos. En esta sección, presentamos un resumen de las principales características de los diferentes productos, destacando sus ventajas y limitaciones en la protección contra los diferentes riesgos a los que se enfrentan los pensionistas.

### 3.1. Pagos de suma global

La posibilidad de percibir los ahorros acumulados como una suma de dinero en efectivo normalmente depende tanto de los acuerdos contractuales definidos por el plan de pensiones como de las normas tributarias vigentes en un determinado país o jurisdicción. Esta posibilidad ofrece a los jubilados la flexibilidad de utilizar sus ahorros de cualquier forma que elijan, como gastarlos en actividades de ocio (vacaciones, cruceros, invertir en pasatiempos o comprar un coche, barco, caravana, etc.), traspasar parte de los ahorros acumulados a sus hijos o a otros miembros de su familia, invertir en propiedades nuevas o adicionales, liquidar la hipoteca de una casa u otras deudas, o simplemente seguir invirtiendo los activos de la jubilación de forma regular.

Una ventaja importante de los pagos de suma global es la capacidad de los jubilados de autoasignarse una renta, en el momento y sobre la base que mejor se adapte a sus necesidades financieras. En principio, los jubilados pueden reproducir, o al menos intentar reproducir, un sistema de retiradas de efectivo programadas y siempre pueden optar por establecer una renta, justo después de la jubilación o en algún momento posterior de su elección, mediante el uso de todo o parte de su capital acumulado para comprar una renta convencional de una compañía de seguros. La diferencia es que esta sería una elección individual, en lugar de algo impuesto por las regulaciones.

Con frecuencia no se permite el acceso completo a los ahorros para la jubilación en forma de pago de suma global. Sin embargo, en varios países, es posible percibir una fracción de los ahorros acumulados como suma global en el momento de la jubilación, mientras que, en otros países, los pagos de sumas globales reciben un tratamiento fiscal más favorable. Aunque el motivo fiscal es importante desde el punto de vista tanto del individuo como de las autoridades fiscales, en la práctica, la razón por la que no se permite acceder a la totalidad del ahorro para la jubilación como una suma global es el hecho de que la previsión de estos ahorros debería utilizarse para proporcionar ingresos en la jubilación y no formar parte de algún mecanismo de planificación fiscal.

Los pagos de sumas globales se basan en estrategias de autoasignación de rentas y, como tal, no ofrecen ninguna protección contra el riesgo de longevidad pero permiten legados. Dependiendo de los diferentes tipos de activos elegidos para invertir los importes acumulados, las personas están sujetas a riesgos de inversión (tipo de interés, mercado de valores, inflación, tipo de cambio...) riesgos de crédito y riesgos de liquidez, entre otros.

Los pagos de suma global tienen muchos atractivos, entre ellos:

- Total liquidez y flexibilidad para utilizar los ahorros acumulados como se desee.
- Posibilidad de dejar un legado.
- Posibilidad de beneficiarse de mayores retornos potenciales de los mercados de valores y de otros activos reales.

Sin embargo, también presentan desventajas significativas, en concreto:

- No ofrecen ninguna protección contra el riesgo de longevidad.
- Exponen a los jubilados a riesgos significativos de inversión.
- No protegen automáticamente contra el riesgo de inflación, ya que los retornos de la inversión pueden no ser suficientes o no mantener el poder adquisitivo de los ingresos de jubilación.
- Requiere que las personas dispongan de conocimientos para administrar sus cuentas de jubilación de forma sabia y eficiente para hacer frente a sus necesidades y aspiraciones a largo plazo.
- Requiere que las personas mantengan una disciplina financiera a largo plazo para no sobrevivir a sus ahorros ni morir dejando mucha riqueza sin consumir.

## 3.2. Retiradas de efectivo programadas

Con una estrategia de deducción de los ingresos o de retiradas de efectivo programadas, los jubilados hacen retiradas periódicas estratégicas y sistemáticas o perciben pagos de sumas globales de su cuenta de ahorros acumulados para cubrir los gastos necesarios en vez de comprar una renta o percibir un pago único de la suma global. El objetivo principal es reducir el riesgo de quedarse sin recursos en una edad avanzada y continuar disponiendo de recursos para financiar los gastos necesarios.

En esta opción, el jubilado es el dueño de los activos, tiene cierto control sobre la inversión de los fondos y no existe ningún riesgo de agrupación con otros jubilados. Esto significa que el jubilado tiene la libertad de decidir cómo invertir sus ahorros entre las diferentes categorías de activos (acciones, ingresos fijos, efectivo, bienes inmuebles), pero sabe que su estrategia de inversión conlleva un riesgo de inversión puesto que los activos generarán una tasa de retorno incierta. El jubilado tiene derecho a retirar periódicamente una cantidad específica de los fondos invertidos para generar un flujo de ingresos en la jubilación. Qué porcentaje de su saldo puede gastar anualmente depende normalmente del programa particular de deducciones de los ingresos establecido. La palabra clave aquí es "programada", que implica una disciplina considerablemente mayor que en el caso de la erosión menos estructurada de un pago de suma global, pero que resulta menos vinculante que comprar una renta vitalicia.

Los pagos pueden resultar de la aplicación de una norma explícita (por ejemplo, una deducción de los ingresos anual correspondiente a la relación entre el capital acumulado en la jubilación y la esperanza de vida restante a esa edad, la existencia de valores mínimos y máximos anuales, una cantidad fija, etc.), o ser discrecionales, aunque esta última versión se desvía de la arquitectura que permite la clasificación de esta opción como una solución valiosa para lidiar con el riesgo de longevidad.

En realidad, los mecanismos de retirada de efectivo más programados están sujetos a una serie de limitaciones. Entre ellos, es común que exista un límite superior para la cantidad de efectivo que puede retirarse en cada periodo y a veces también existe una cantidad mínima.

Aunque existen productos autogestionados, normalmente los productos de jubilación basados en retiradas suelen ser productos de gestión delegada, las actividades de gestión de los cuales se asignan a una empresa de gestión de activos. Los activos propiedad de los jubilados están representados por unidades de fondos de inversión, ofrecidas por empresas de gestión de inversiones. Las empresas de gestión de inversiones ofrecen sus capacidades profesionales de gestión de activos para ayudar a los jubilados en la selección y gestión de carteras diversificadas y también pueden ofrecer servicios adicionales, tales como asesoramiento sobre la definición de reglas de gasto o patrones de asignación de activos para jubilados.

Se considera que las retiradas de efectivo programadas ofrecen más posibilidades de elección para el individuo, permiten la inversión continua de una parte de los activos de la pensión en acciones durante la jubilación y también permiten una mayor flexibilidad en la forma en que se percibe la pensión. Por ejemplo, un pensionista puede estimar oportuno aplazar la percepción de la pensión durante un período en que todavía disponga de otros ingresos procedentes del empleo, o hasta que su pareja también se jubile.

### Ventajas

Las retiradas de efectivo programadas presentan muchas ventajas en comparación con la compra de una renta, pero las principales son:

- Alta liquidez y flexibilidad para reaccionar a cambios inesperados en los hábitos de consumo o en el estado de salud. Cada año, la cantidad de ingresos percibidos puede variar entre los límites mínimo y máximo.
- Permite mantener el control sobre los activos de jubilación, es decir, sobre el proceso de inversión y desinversión.
- Permite percibir pagos potencialmente más elevados debido a un mayor retorno de la inversión.
- El producto de deducción de los ingresos puede, mediante la libertad de inversión, ofrecer protección contra la inflación.
- Personalización de los flujos de efectivo para adaptarse a las circunstancias particulares de cada persona.
- Ofrece la posibilidad de dejar un legado.
- Elección de beneficios por fallecimiento: a diferencia de las rentas, en que los pagos en caso de fallecimiento solo están disponibles para las rentas vitalicias comunes, los productos de deducción de los ingresos ofrecen una variedad de pagos por fallecimiento.

### Desventajas

Existe una serie de riesgos inherente al hecho de aplazar la compra de una renta para invertir en un plan de retiradas de efectivo programadas. Las principales desventajas de esta opción son:

- No existe ninguna protección para el riesgo de longevidad. Las personas tienen que protegerse contra el riesgo de longevidad y existe el riesgo de que el capital se agote completamente mientras el titular siga vivo debido a una mala inversión de los fondos o a retiradas de efectivo excesivas.<sup>1</sup>
- Los jubilados deben hacer frente al riesgo de inversión.

<sup>1</sup> Debe enfatizarse, sin embargo, que la exposición al riesgo de longevidad individual puede gestionarse de forma efectiva eligiendo las reglas de retirada de efectivo adecuadas. Por otro lado, un pensionista cauteloso puede conservar una parte excesiva de los fondos para mantener reservas para más adelante, o en caso de las inversiones sean menos rentables de lo esperado, con el resultado de gozar de unos ingresos menores de los que debería haber tenido y dejar una cantidad grande del fondo intacto al morir.

- No hay ningún crédito de supervivencia, al contrario que en el caso de la compra de una renta vitalicia. Al aplazar la compra de una renta, el jubilado se pierde la subvención cruzada de la mortalidad. El retorno adicional necesario para compensar la ausencia de esta subvención se llama "compensación de mortalidad".

- Los jubilados están expuestos al riesgo de conversión a rentas. En efecto, mediante esta opción los jubilados pueden afrontar la posibilidad de que los precios se muevan en su contra, debido a la caída de los tipos de interés en contratos de rentas o de una revisión a la baja de las tasas de mortalidad futura que las compañías tengan en cuenta para establecer los precios de los contratos.

-No protegen automáticamente contra el riesgo de inflación, ya que el retorno de la inversión puede no ser suficiente o no mantener el poder adquisitivo de los ingresos de jubilación.

- Tienen a incurrir en mayores gastos de operación en comparación con la compra de una renta.<sup>2</sup>

## 3.3. Rentas vitalicias

Se trata de la solución de pago más tradicional y genera un flujo de ingresos predecibles en la jubilación. Aunque la historia de las rentas vitalicias se remonta al Imperio Romano, donde las primeras rentas (conocidas como annua) fueron ofrecidas por los especuladores en el negocio marítimo, los productos de rentas modernos basados en mecanismos de agrupamiento de riesgo y en técnicas actuariales de determinación de precios que adoptan tablas de la esperanza de vida estimada y descuentos estocásticos de los flujos de efectivo previstos no se crearon hasta finales del siglo XIX.

Una renta es un contrato según el cual, a cambio de un pago de suma única global o de una secuencia de primas de pago, una entidad se compromete a realizar una serie de pagos regulares a lo largo de la vida de una persona o por un período de tiempo fijo. Según este contrato, el receptor de la renta es un acreedor respecto al proveedor de dicha renta. La compra de una renta puede ser voluntaria u obligatoria, al igual que ocurre con muchos de los planes de pensiones.

En el mercado privado, estos activos vinculados a las contingencias de la vida se suelen contratar con compañías de seguros de vida y proveedores de rentas vitalicias, o, en el caso de regímenes de jubilación laboral, también con fondos de pensiones. Las rentas vitalicias también se ofrecen mediante sistemas públicos de pensiones ya que, desde una perspectiva financiera, los beneficios de los sistemas públicos de pensiones obligatorios se asemejan a las características de las rentas vitalicias. La diferencia clave, sin embargo, radica en la forma en que las pensiones de renta vitalicia estatales se financian en la mayoría de los países, generalmente mediante un sistema de reparto, mientras que las rentas privadas se financian mediante la asignación de activos financieros.

<sup>2</sup> Esto se explica por el hecho de que pueden requerir capacidades de inversión adicionales y mayor asesoramiento por parte del proveedor o del intermediario, o bien porque el plan es un producto regulado que consume mucho más (en términos de gestión y capital).

Esto significa que el asegurador recibe primas no reembolsables de los titulares de las rentas y las invierte en activos financieros para respaldar las promesas de pagos para contingencias de la vida futura.

Si el número de titulares de rentas es suficientemente alto y relativamente homogéneo, los riesgos de mortalidad son independientes y las tendencias futuras de la mortalidad se incorporan adecuadamente en la fijación de precios y en la gestión de riesgos de los contratos, el asegurador podrá cubrir a sus poblaciones mediante la agrupación del riesgo de longevidad dentro de un grupo de titulares de rentas. Los fondos reservados de los miembros agrupados que mueren se redistribuyen entre los titulares supervivientes, generando un retorno adicional más elevado que el retorno de los activos del mercado de capitales con un perfil de riesgo similar. Este retorno adicional se suele denominar crédito de supervivencia o compensación de la mortalidad, y se incorpora en el mecanismo de establecimiento de precios mediante el uso de una tabla de esperanza de vida determinada.

Para ser más específicos, las compañías de seguros utilizan el principio de equivalencia actuarial para fijar el importe de las rentas, según el cual, en el caso de una renta de prima única, la prima bruta debe ser igual al valor actual de los beneficios previstos pagados al titular incluyendo las cargas de gastos (por ejemplo, comisiones, honorarios de administración) que el proveedor de la renta tiene que cubrir. Al aplicar este principio, las compañías de seguros ofrecen, con una probabilidad determinada, una garantía con respecto al nivel del crédito de supervivencia según una tabla de esperanza de vida especificada ex ante. Por lo tanto, a la hora de establecer el precio del contrato, se hacen suposiciones acerca de la probabilidad de supervivencia dada la edad real del titular de la renta, el tipo de interés utilizado para descontar los pagos de beneficios por contingencias esperados, y la estructura de costes para la compañía de seguros. Los créditos de supervivencia están directamente relacionados con el desarrollo de la mortalidad de un determinado grupo de asegurados y aumentan por año a medida que los miembros de la cohorte fallecen.

### Cuadro 1: Principios básicos de los precios de las rentas en el mercado privado

**Prima bruta** = Valor actual actuarial de las prestaciones futuras \* Factor de carga

**Valor actual actuarial** = Suma de (Beneficios futuros \* Factor de descuento \* Probabilidad de supervivencia)

**Factor de descuento** = Depende del tipo de interés devengado por las inversiones asumidas por la compañía de seguros

**Probabilidad de supervivencia** = Depende de la tabla de esperanza de vida específica utilizada por la compañía de seguros para fijar el importe del contrato

**Factor de carga** = Corresponde a los gastos de la compañía de seguros (adquisición, distribución, costes e impuestos corporativos, beneficios, etc.)

Mientras que las rentas vitalicias son a menudo también un instrumento de acumulación, no es una característica básica de este producto. Las rentas vitalicias tradicionales garantizan al jubilado un flujo de ingresos regular durante el resto de su vida. Esto significa que el titular jubilado transfiere el riesgo de longevidad a la compañía de seguros y gana el crédito de supervivencia. En algunos tipos de rentas vitalicias (aquellas vinculadas a la inflación), los pagos están indexados a la inflación o son constantes en términos reales lo que significa que el jubilado también transfiere los riesgos de inversión y de inflación a la compañía de seguros.

Comprar una renta supone el coste de oportunidad. De hecho, la decisión de comprar una renta vitalicia es una decisión irrevocable entre el titular y la compañía de seguros por la cual el titular pierde el control sobre sus activos de jubilación. Esto significa que el comprador renuncia a la liquidez independientemente de cualquier necesidad especial futura (por ejemplo, para cubrir gastos médicos inesperados y no cubiertos por el seguro). Además, en el caso de rentas estándar no existe ningún potencial de legado, porque los pagos están vinculados a la supervivencia de la persona y el titular ya no tiene control sobre su riqueza.

Comprar una renta vitalicia no elimina completamente el riesgo para el titular. En realidad, bajo el presente contrato, el titular de la renta cambia los riesgos de longevidad e inversión por riesgos de crédito de la contraparte, es decir, el titular queda expuesto a la posibilidad de que la compañía de seguros deje de cumplir sus obligaciones, es decir, deje de pagar los beneficios de rentas vitalicias. Teniendo en cuenta los compromisos a largo plazo de las compañías de seguros para con los asegurados en los contratos de rentas vitalicias, las regulaciones de seguros juegan un papel crucial para garantizar que las empresas disponen de los medios para cumplir sus promesas, concretamente del capital necesario, de instrumentos de supervisión y de políticas de divulgación claras.

Mediante la realización de pagos regulares y garantizados para toda la vida a los asegurados, las rentas vitalicias desempeñan un papel económico clave, ayudando a los titulares a resolver el problema de la planificación del consumo para todo el ciclo de vida y de las decisiones de ahorro basadas en la duración incierta de la vida, reduciendo así el riesgo de que el jubilado sobreviva a sus activos reales o financieros disponibles. Además, debido al crédito denominado de supervivencia, la tasa de retorno en una renta vitalicia debería superar los ingresos devengados por invertir la misma cantidad (prima de renta vitalicia) en activos financieros alternativos con un perfil de riesgo comparable.

## Tipos de rentas

Además de las rentas vitalicias tradicionales, que garantizan el pago de una renta mientras la persona vive, independientemente de su longevidad, los desarrollos recientes en los mercados de rentas vitalicias han hecho surgir nuevos tipos de contratos para satisfacer las necesidades de los jubilados. Hoy en día, existe una amplia variedad de productos de renta vitalicia en el mercado, que van desde soluciones simples a productos altamente sofisticados. El Cuadro 2 ofrece un resumen de los principales tipos de rentas vitalicias.

### Cuadro 2: Resumen de los principales tipos de rentas vitalicias

#### Naturaleza de los pagos

- Renta (uniforme) nominal fija
- De participación, con renta con beneficios
- Renta (real) vinculada a la inflación
- Renta creciente
- Renta (variable) vinculada a la inversión

#### Número de vidas cubiertas

- Una única vida
- Renta vitalicia conjunta (más de una vida)

#### Momento de inicio de los pagos

- Renta inmediata
- Renta diferida, ALDA

#### Frecuencia de pago de primas

- Prima única
- Prima periódica

#### Duración de los pagos

- Renta vitalicia
- Renta temporal (número máximo de años)
- Renta vitalicia con un período de garantía (número mínimo de años)

#### Canal de distribución

- Mercado de renta (directa) individual
- Mercado de renta de grupo

#### Tipos de opciones incluidas

- Períodos de garantía
- Opción de superposición
- Protección de la renta - Rentas de efectivo inverso
- GMDB, GMWB, GMIB, GMSB

Un contrato de renta vitalicia se puede dividir en dos fases: la fase de acumulación, cuando se pagan las primas y se constituye el capital, y la fase de desacumulación, cuando se perciben los beneficios. El asegurado (titular de la renta) puede pagar una prima única, una prima periódica fija (por ejemplo, tramos anuales durante un periodo de tiempo) o una prima periódica variable. La fase de percepción de los pagos puede seguir inmediatamente a la fase de acumulación (renta inmediata) o iniciarse después de un período determinado de tiempo (renta diferida, renta vitalicia diferida avanzada o ALDA). Mientras que una renta inmediata se proporciona a cambio de una suma única, una renta diferida generalmente se financia mediante el pago de primas periódicas. La cantidad que paga la compañía de seguros puede estar condicionada a la supervivencia de una (renta individual) o de varias personas, tales como el cónyuge (rentas conjuntas y de supervivencia).

Con respecto a la duración de los pagos, los pagos de beneficios pueden continuar mientras el titular esté vivo (vitalicios), hasta una fecha específica (renta cierta), la que ocurra antes de las dos cosas (renta temporal) o la que ocurra más tarde de las dos cosas (renta garantizada). La duración de los pagos es la característica más importante en relación con el riesgo de longevidad. En el caso de un período de garantía, se realizarán pagos periódicos al titular de la renta o a sus herederos durante un cierto período de tiempo (por ejemplo, un periodo de diez años), independientemente de si está vivo el titular. Los períodos de garantía, así como las rentas conjuntas y de supervivencia, se incluyen para compensar el potencial reducido de legado de un contrato de renta vitalicia uniforme puesto que los pagos continúan también cuando fallece el titular. El hecho de incluir estas características implica, por supuesto, un crédito de supervivencia inferior (tasa de retorno).

Con respecto a la manera de adquirir la renta, el contrato puede adquirirse directamente en la compañía de seguros o mediante un agente, un corredor o por Internet (mercado de rentas vitalicias individuales). La compra de una renta puede ser intermediada como un contrato de grupo (renta de grupo) vinculado a planes de pensiones corporativos patrocinados por un empleador. La compañía de seguros suscribe las rentas con el empleador, que es el dueño legal del contrato. El empleador facilita los beneficios de las pensiones a sus empleados (por ejemplo, dentro de un contrato de beneficiario de terceros), mientras que las primas son pagadas por el empleador o bien por el empleado y el empleador conjuntamente. En principio, los productos de rentas de grupo deberían ser más baratos que los de renta individual, ya que los factores de carga para cubrir los costes de distribución tienden a ser inferiores.

La manera en la cual se paga el capital acumulado durante la fase de percepción de la prestación depende del tipo de renta. La forma más simple es aquella que proporciona pagos nominales uniformes y constantes garantizados durante la vida (renta fija nominal). A parte de eso, las rentas variables pueden adoptar diversas formas. Los beneficios de las rentas pueden aumentar (o reducirse) según una tasa nominal fija previamente especificada a medida que aumenta la edad del titular (renta creciente), pueden estar vinculados a la inflación, proporcionando así un ingreso garantizado en términos reales (renta real o vinculada a la inflación), pueden depender del superávit de la compañía de seguros (renta de participación o con beneficios), o incluso pueden reflejar el rendimiento de una cartera de inversiones subyacentes, generalmente representadas por la familia de fondos mutuales (renta variable o vinculada a la inversión). En algunas rentas, los pagos pueden verse influidos también por el riesgo de mortalidad. En el caso de las rentas con beneficios (o de participación), los titulares comparten los riesgos de inversión y de longevidad pero obtienen el beneficio de la agrupación del riesgo.

Además, los pagos pueden contener varias formas de garantías adicionales, entre ellas:

- Un retorno de la inversión mínimo (acumulado anualmente o sobre la duración de la póliza en forma de bono final).
- Un beneficio por fallecimiento mínimo (por ejemplo, una suma global en caso de muerte, que se reduce con cada pago de la renta).
- Un beneficio de acumulación mínimo (una suma global al final de un período específico).
- Un beneficio de retirada de efectivo mínimo garantizado (la opción de cobrar una cantidad predefinida o un porcentaje de los fondos acumulados).
- Un beneficio de ingresos mínimos garantizado (se garantiza un nivel mínimo de ingresos).

La motivación detrás de las rentas vinculadas a la inflación y de las rentas nominales crecientes es cubrir, al menos parcialmente, el riesgo de que el poder adquisitivo de las prestaciones futuras de la renta se reduzca debido a la inflación. El lado negativo es, por supuesto, que estas rentas ofrecen beneficios iniciales más bajos en comparación con las rentas nominales tradicionales con pagos constantes.

Las rentas de participación generalmente están diseñadas con un beneficio mínimo anual garantizado y con un superávit no garantizado que puede variar de año en año, dependiendo del rendimiento de las inversiones de la compañía, de la mortalidad y de los gastos. Si los retornos de las inversiones realizadas son superiores a lo previsto o la tasa de mortalidad efectiva del grupo de riesgo específico es mayores de lo esperado, una fracción de los beneficios técnicos resultantes se redistribuye entre los asegurados en forma de bono o superávit. Los bonos, una vez añadidos, generalmente se convierten en parte del nivel garantizado de la renta.

En las rentas vinculadas a la unidad, el titular está directamente expuesto al riesgo de inversión, pero el riesgo de mortalidad es compartido y el asegurador asume el riesgo de la mejora sistemática de la mortalidad. La prima se invierte en un fondo dividido en unidades (o se reparte en varios fondos divididos en unidades), y el número de unidades de cada fondo se asigna al titular, según el precio de las unidades en el momento correspondiente. El valor del fondo de la persona varía con el precio por unidad actual, al igual que ocurre con los productos de pensiones vinculados a la unidad en la fase de acumulación. Los ingresos para el titular se obtienen mediante la cancelación de unidades, y la cantidad de dichos ingresos depende del precio actual de venta de las unidades. Al contrario que en las rentas fijas, el titular conserva cierto control sobre la forma en que los activos se invierten en los distintos fondos mutuales y asume cierto riesgo de inversión.

Los fondos de rentas agrupadas son productos divididos en unidades, donde cada cohorte de participantes comparte el riesgo de mortalidad conjunta y cada individuo asume también cierto riesgo de inversión. Cada vez que un participante muere, sus unidades se reparten equitativamente entre los supervivientes de la cohorte. Los miembros supervivientes de la cohorte se benefician, por tanto, si la mortalidad es peor de lo esperado y se ven perjudicados si mejora la mortalidad. Si la reasignación de unidades de los participantes fallecidos entre los supervivientes continuara indefinidamente, el resultado sería una operación tontina.

La mayoría las rentas se organizan en grupos basados en el principio de reciprocidad (renta vitalicia de participación) y el flujo de ingresos que recibe un titular está relacionado con su estado de salud. Esto hace que las rentas vitalicias tradicionales sean menos atractivas para aquellos con una esperanza de vida relativamente corta, pueden perder la "apuesta" de la renta y terminar por subvencionar a aquellos con mayor esperanza de vida. Sin embargo, una clase relativamente nueva de productos, desarrollados en los países anglosajones, tiene en cuenta la menor esperanza de vida de las personas con vidas deterioradas (rentas mejoradas o para vidas deterioradas).

En el caso de las rentas mejoradas, los factores primarios se relacionan con el estilo de vida, es decir, ocupación, tabaquismo y la presencia de condiciones médicas no críticas, como la diabetes. Las rentas según estilo de vida tienen en cuenta ciertos factores de conducta y ambientales, así como factores médicos, para determinar si existe una esperanza de vida reducida. Las rentas mejoradas tienden a pagar más que las rentas según estilo de vida, pero no tanto como las rentas de vidas deterioradas, porque están diseñadas para aquellos con una menor esperanza de vida, pero en menor grado que una renta vitalicia para una vida deteriorada. Las rentas de vidas deterioradas son adecuadas para personas con afectaciones médicas graves.

Las rentas variables con garantías se han desarrollado para satisfacer las necesidades de los jubilados de forma más eficaz que las rentas fijas, en concreto, las demandas de cierto potencial de mercados alcistas y de aumento de la flexibilidad. El producto más popular que ofrece estas ventajas es la renta variable (VA), un producto dividido en unidades que se suele comercializar con garantías. Las garantías más comunes incluidas en estos contratos son:

- Beneficio de muerte mínimo garantizado (GMDB): si muere un asegurado, se paga un beneficio por fallecimiento predefinido o el valor del fondo, lo que sea superior.
- Beneficio de ingresos mínimo garantizado (GMIB): garantiza un flujo de ingresos de pensión, con beneficios mínimos definidos hasta la muerte. Si las inversiones tienen un rendimiento mejor del esperado, la persona es libre de utilizar las ganancias para comprar una renta en el mercado si le proporciona mayores beneficios de pensión.
- Beneficio de retirada de efectivo mínimo garantizado (GMWB): permite al titular retirar un porcentaje máximo predefinido de la inversión total, independientemente del comportamiento del mercado. No requiere el establecimiento de una renta vitalicia.
- Beneficio de retirada de efectivo vitalicio garantizado (GLWB): se sigue pagando durante toda la vida.
- Beneficio de acumulación mínimo garantizado (GMAB): garantiza una suma global, generalmente por lo menos equivalente al capital principal, tras un período determinado, independientemente del rendimiento de las inversiones. Para los pagos adicionales, se garantizan retornos anuales mínimos o se aplica un ajuste anual. Al final, se paga la cantidad garantizada o el valor en cuenta, lo que sea mayor.

Todos los contratos de rentas vitalicias prometen realizar el esfuerzo máximo a la hora de proteger contra el riesgo de sobrevivir a los propios recursos económicos, mediante el uso de técnicas de agrupamiento del riesgo. Lo que los distingue es el tipo de garantías que proporcionan. Estas garantías determinan el tamaño de los riesgos que implican las rentas vitalicias, es decir, riesgo de longevidad, riesgo de inversión, riesgo de tipo de interés y riesgo de inflación. Por ejemplo, el impacto del riesgo de longevidad será mayor para los productos de renta diferida (debido a que la incertidumbre que rodea las mejoras futuras de la mortalidad es mayor cuanto más largo es el período en que se difiere), para las rentas fijas (porque garantizan un retorno fijo independientemente de los retornos), para las rentas vitalicias en comparación con sus equivalentes temporales (porque se pagan hasta que la persona muere), para las rentas vitalicias conjuntas y de supervivencia (debido a que la incertidumbre de la expectativa de vida está vinculada a más de una persona) y para las rentas individuales en comparación con las rentas de grupo.

Por otro lado, el impacto del riesgo de inversión es más significativo para los productos de rentas financiados a través de primas fijas (las contribuciones se fijan por adelantado y no según condiciones de mercado volátiles), para las rentas diferidas, las rentas uniformes (ya que garantizan una tasa de retorno) y para las rentas vitalicias. Finalmente, el riesgo de inflación es más grande para los productos de rentas de prima fija uniformes, diferidas, de beneficio uniforme, vitalicias y no vinculadas a la inflación. Además, algunos productos están diseñados para asegurar contra otros riesgos como la inflación, los costes de asistencia sanitaria o la cobertura a las personas dependientes, mientras que otros intentan reducir algunas de las desventajas de las rentas, como la pérdida del legado, ofreciendo, por ejemplo, algún período de garantía.

### 3.4. La hipoteca inversa como instrumento de financiación de la jubilación

Las personas de entre 60 y 65 años, o de edad superior, sin ningún ingreso regular en general, habitualmente no pueden cumplir las rígidas condiciones de préstamos de las instituciones financieras. Este grupo de población, que no tiene suficiente dinero para cubrir los gastos de la vida cotidiana y las facturas médicas, a menudo posee y vive en valiosas casas, pisos u otros bienes inmuebles ("ricos en casas, pobres en efectivo"). El valor de la vivienda es un componente importante de la riqueza para las personas de edad avanzada. Los propietarios de viviendas mayores pueden utilizar su valor para complementar sus ingresos de jubilación para hacer frente al consumo diario, reparar sus casas y financiar la asistencia médica a largo plazo a medida que envejecen. El problema al que se enfrentan muchos propietarios de edad avanzada es cómo aprovechar su riqueza inmobiliaria para el consumo sin vender su casa y tener que trasladarse. La solución posible y más razonable a este problema radica en un instrumento financiero llamado hipoteca inversa, también conocido en algunos mercados como "préstamos hipotecarios para fines de consumo".

Las **hipotecas inversas** permiten que los jubilados tengan acceso al valor de la vivienda sin tener que venderla o abandonarla. El propietario recibe un pago de suma global, un pago periódico vitalicio, acceso a una línea de crédito o cualquier combinación de estas opciones. En los contratos más simples, durante la vida del préstamo, el propietario no paga intereses ni capital principal, y, por tanto, los intereses acumulados se agregan al capital principal. El préstamo vence únicamente cuando el prestatario y su cónyuge mueren o se trasladan de forma permanente. En ese momento, se puede vender la casa, y el importe obtenido se utiliza para liquidar la hipoteca y los intereses, y los fondos restantes pasan a manos del prestatario o de sus herederos. Si lo prefieren, el prestatario o sus herederos pueden pagar el préstamo y conservar la casa.

Algunas estructuras de productos alternativos en esta categoría incluyen los **planes de reversión inmobiliaria**, bajo los cuales el propietario vende parte o la totalidad de su vivienda a una empresa de reversión de efectivo. La casa se vende por menos de su valor de mercado (con descuento), pero el propietario puede permanecer en la propiedad hasta que muera o voluntariamente desocupe la vivienda. Las estructuras típicas de los planes de reversión inmobiliaria incluyen un modelo de venta y arrendamiento y un modelo de venta e hipoteca. Las hipotecas de apreciación compartida ("shared appreciation mortgages" o SAM) son contratos de acuerdo con los cuales el propietario renuncia a su derecho a algunas de las ganancias de capital de la propiedad a cambio de pagar unos intereses reducidos o inexistentes sobre esa parte de su préstamo.

¿Son los préstamos hipotecarios para fines de consumo la respuesta para las personas ricas en activos pero pobres en efectivo? Las hipotecas inversas y los planes de reversión inmobiliaria pueden ser utilizados por personas mayores ricas en activos pero pobres en efectivo para, por ejemplo, complementar sus ingresos o disponer de sumas globales para financiar reparaciones o el mantenimiento de la casa. También pueden utilizar el dinero para actividades de ocio o para pagar una asistencia a largo plazo o bien los costes de un tratamiento médico. Las hipotecas de apreciación compartida, por el contrario, pueden ser utilizadas por personas más jóvenes que no tienen suficientes ahorros para poder incorporarse al mercado de la vivienda. Además, los ingresos procedentes de hipotecas inversas generalmente no afectan a

los beneficios procedentes de la seguridad social o del sistema sanitario, y gozan de un trato fiscal más favorable.

Aunque estos contratos amplían el abanico de posibilidades para la financiación del consumo en la jubilación, los productos de préstamos hipotecarios para fines de consumo son complejos y, si se usan inadecuadamente o con mal asesoramiento, presentan algunos riesgos para los jubilados. Los aspectos más negativos del mecanismo de los préstamos hipotecarios para fines de consumo son los significativos costes que implican (tipo de interés, cuota de creación del préstamo, cuota del seguro hipotecario, precio de la tasación, cuota del seguro del título de propiedad y otros costes de la operación), que no se desembolsan sino que se incluyen en el préstamo; la complejidad de su estructura legal, en que la propiedad y la gestión de la propiedad es compartida entre el proveedor y el consumidor durante un período prolongado de tiempo; la obligación de devolver el préstamo si se traslada de forma permanente (por ejemplo, si usted necesita ingresar en un centro de asistencia a tiempo completo) y el efecto negativo del contrato en el valor de mercado de la casa.

El diseño y la valoración de los productos de préstamos hipotecarios para fines de consumo implican algunos aspectos críticos. Entre ellos, se incluyen los movimientos previstos de los tipos de interés y los precios de la propiedad, los cambios en la esperanza de vida de los propietarios y sus necesidades de alojamiento y de asistencia en la tercera edad, las tensiones intergeneracionales y el conflicto entre el deseo de dejar una herencia y la necesidad de dinero para vivir en la vejez. Además, algunos productos implican obligaciones y consecuencias específicas de los cuales las personas deben ser conscientes, es decir, la posibilidad de equidad negativa (cuando la deuda supera el valor de la propiedad), los términos y condiciones que pueden desencadenar la inmediata devolución del préstamo y pérdida de los derechos fundamentales, la cuestión de qué parte está obligada a realizar las reparaciones necesarias en la propiedad y quién obtiene el beneficio financiero de cualquier reforma completada, y el impacto de la capitalización de intereses en el caso de las hipotecas inversas, especialmente si los tipos de interés aumentan significativamente.

## 4. El papel de las intervenciones de la política pública

Las intervenciones públicas no pueden eliminar las ventajas y desventajas a la hora de hacer frente a los riesgos más significativos y de satisfacer las preferencias de liquidez y de legado de las principales opciones de percepción de las pensiones. Sin embargo, ciertas intervenciones del gobierno pueden ayudar a limitar algunos de los inconvenientes y a mejorar la capacidad de las personas a la hora de seleccionar el mejor modo de percibir sus pensiones. Las intervenciones claves sugeridas para este fin son las siguientes:

(i) Proporcionar niveles de renta mínimos mediante beneficios públicos que, además, ofrezcan los incentivos adecuados en el juego del arbitraje. Las rentas públicas mínimas (como beneficios mínimos en esquemas obligatorios vinculados a los ingresos o prestaciones básicas en los planes de asistencia social) ofrecen cierta protección contra la selección de opciones de pago inadecuadas por parte de las personas. La posibilidad de sustitución entre rentas públicas y privadas (y provisiones familiares) es objeto de fuertes conjeturas y presenta coherencia con algunas pruebas empíricas. Sin embargo, dichas provisiones públicas suponen también un problema de corte moral, ya que las personas pueden asumir excesivos riesgos en detrimento de los fondos públicos. Un mecanismo para limitar tales posibilidades de arbitraje consiste, por ejemplo, en exigir el establecimiento de una renta mínima a partir de los ahorros para la jubilación privados igual o superior a las garantías de ingresos públicas. Por supuesto, dichas garantías públicas pueden, en sí mismas, reducir los incentivos de ahorro para la jubilación.

(ii) La calidad de las decisiones financieras de las personas parece estar estrechamente vinculada a su nivel de conocimientos/aptitudes financieras, aunque el mecanismo exacto todavía no se comprende muy bien (véase Holzmann, 2014). Aparentemente, esto se aplica también a los ahorros para la jubilación y, lo que es más importante para nosotros, a las decisiones sobre las opciones de percepción de los pagos (Bateman et al, 2013). Ese vínculo hablaría en favor de la intervención pública, que promete fortalecer las capacidades financieras tales como los conocimientos financieros, corregir desviaciones de comportamiento, o simplemente ofrecer promoción y marketing social para la toma de decisiones sobre jubilación a largo plazo. A pesar de que muchas de

estas intervenciones surgen de actividades del sector privado, el respaldo y orientación públicos pueden ser críticos a varios niveles: la medición adecuada de la capacidad financiera; el entorno adecuado para la toma de decisiones para las personas y las estructuras de orientación; la supervisión y evaluación rigurosas de las intervenciones que buscan mejorar la capacidad financiera, y la amplia difusión de los resultados de dichos estudios. Los instrumentos para ello abarcan desde la orientación dentro de una estrategia de conocimientos financieros nacional, pasando por el soporte y supervisión de investigaciones, y hasta esfuerzos de promoción en medios de comunicación.

(iii) Existen una serie de áreas prioritarias de investigación donde la atención pública y privada, tal vez mediante una colaboración público-privada (al estilo de Netspar en Holanda e Italia) son muy recomendables.

En primer lugar, una mejor exploración conceptual y empírica del papel de las rentas diferidas para mejorar la seguridad de los ingresos de jubilación para los grupos de edad más avanzada al mismo tiempo que se ofrece la flexibilidad necesaria al grupo de menor edad.

En segundo lugar, una mejor exploración conceptual y empírica del alcance y los límites para compartir el riesgo de longevidad conjunta con y entre los titulares (o beneficiarios en acuerdos similares). Estos enfoques acertados prometen ofrecer precios más atractivos para los titulares pero también pueden ser necesarios para atraer a los proveedores adecuados de seguros de vida, ya que reducen sus necesidades de reservas.

Por último, pero no menos importante, compartir los riesgos de inversión constituye un factor tradicional de las rentas vitalicias, y las rentas variables están experimentando una creciente demanda en los mercados financieros desarrollados en todo el mundo. Sin embargo, cada vez aparecen en el mercado más productos que prometen el mejor de los mundos: acceso a primas de capital y pagos garantizados. Concretar el alcance de tales demandas al mismo tiempo que se establecen los límites es un tema que es necesario incluir en la agenda de investigación.

## References

- [1] Antolín, P. 2008. "Ageing and the payout phase of pensions, annuities and financial markets." Documentos de trabajo de la OCDE sobre seguros y pensiones privadas, n.º 29, publicación de la OCDE.
- [2] Antolín, P.; Pugh, C. y Stewart, F. 2008. "Forms of Benefit Payment at Retirement." Documentos de trabajo de la OCDE sobre seguros y pensiones privadas, n.º 26, publicación de la OCDE.
- [3] Blake, D. 1999. "Annuity Markets: Problems and Solutions." The Geneva Papers on Risk and Insurance. Vol. 24. n.º 3, 358-375.
- [4] Bateman, H. y Piggott, J. 1999. "Mandating retirement provision: the Australian experience." Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice, 24(1), 95-113.
- [5] Bateman, Hazel, John Geweke, Fedor Iskhakov, Jordan Louvriere, Stephen Satchell y Susan Thorp. 2013a. "Disengagement: A partial solution to the annuity puzzle", proyecto del Centro de Investigación Australiano, Sydney: NSWU et al, marzo 20 (enviado).
- [6] Brown, J.R., Mitchell, O.S., Poterba, J.M. y Warshawsky, M.J. (2001). "The Role of Annuity Markets in Financing Retirement." MIT Press, Cambridge, MA.
- [7] Cannon, E., E. Tonks, I. (2008). "Annuity Markets." Oxford University Press.
- [8] CEIOPS (2010). "Draft Report on Variable Annuities." Documento de consulta n.º 83.
- [9] Cardinale, M., Findlater, A. y Orszag, M. (2002). "Paying out pensions: a review of international annuity markets." Watson Wyatt Research Report, 2002-RU07.
- [10] Hinz, Richard, Robert Holzmann, David Tuesta y Noriyuki Takayama. 2013, eds. "Matching Contributions for Pensions: A Review of International Experience." Washington, DC: Banco Mundial y BBVA.
- [11] Holzmann, R. y R. Hinz y el equipo del Banco Mundial. 2005. "Old-Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform." Washington, D.C: Banco Mundial. [también disponible en español: "Soporte del ingreso económico en la vejez en el siglo XXI: Una perspectiva internacional de los sistemas de pensiones y de sus reformas." 2006. Banco Mundial con Mayol Ediciones, Bogotá, Colombia]
- [12] Holzmann, R. 2014a. "Addressing Longevity Risk through Private Annuities: Issues and Options." Documento preparado para el XXII Annual Colloquium of Superannuation Researchers, CEPAR y School of Risk and Actuarial Studies de ABS, New South Wales University, Sydney, 7-8 de julio 2014.
- \_\_\_\_\_. 2014b. "Old-Age Financial Protection in Malaysia: Challenges and Options." Documento preparado a petición de la directiva del Employees Provident Fund (EPF) de Malasia. Kuala Lumpur: Social Security Research Centre (mimeo), junio.
- \_\_\_\_\_. 2013. "Global pension systems and their reform: Worldwide drivers, trends and challenges." Revisión de la seguridad social internacional. 2013. 66 (2, abril-junio): 1-29.
- [13] Impavido, G., Thornburn, C. y Wadsworth, M. (2003). "A Conceptual Framework for Retirement Products: Risk Sharing Arrangements Between Providers and Retirees, The World Bank and Watson Wyatt Working Paper Series"
- [14] Ledlie, M. et al. (2008). "Variable Annuities." Presentado a la Faculty of Actuaries. 17 de marzo de 2008.
- [15] Milevsky, Moshe A. 2005. "Real longevity insurance with a deductible: Introduction to advanced-life delayed annuities (ALDA)." North American Actuarial Journal 9 (4), 109-122.
- [16] Milevsky, Moshe, A. 2013. "Life Annuities: Optimal Products for Retirement Income." Research Foundation del CFA Institute. www.cfapubs.org
- [17] OCDE. 2013a. "Pensions at a Glance - OECD and G20 Indicators." París: OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2013b. "Pension Markets in Focus 2013." París: OCDE.
- [18] Poterba, James 1997. "The History of Annuities in the United States." Documento de trabajo NBER n.º 6001. Abril de 1997.
- [19] Rocha, Robert; Vitas, Dimitri y Heinz, P. Rudolph. 2011. "Annuities and Other Retirement Products: Designing the Payout Phase." Washington, DC: Banco Mundial.
- [20] Rusconi, R. 2008. "National Annuity Markets: Features and Implications." Documentos de trabajo de la OCDE sobre seguros y planes de pensiones privados. N.º 24. Publicación de la OECD.
- [21] Telford, P. et al (2010). "Developments in the management of annuity business." Presentado a la Faculty of Actuaries. 15 de marzo de 2010.
- [22] Wadsworth, M. Findlater, A. Boardman, T. (2001). "Reinventing. Annuities." Presentado a la Staple Inn. Actuarial Society.
- [23] Wei-Yin Hu y Jason S. Scott. 2007. "Behavioral Obstacles to the Annuity Market." Documento de trabajo del Pension Research Council, WP2007-10.