

Documento de Trabajo: N° 28/2019

Madrid, julio de 2019

# Hacer uso de la garantía hipotecaria: el potencial del patrimonio familiar para mejorar la seguridad de la jubilación

Robert Holzmann, Mercedes Ayuso y Jorge Bravo



Informe PISA sobre Educación Financiera elaborado por



con el apoyo de BBVA

### Documento número 27 – Documentos Mi Jubilación

Hacer uso de la garantía hipotecaria: el potencial del patrimonio familiar para mejorar la seguridad de la jubilación – II Trimestre 2019

**Mercedes Ayuso:** Catedrática de Estadística Actuarial en la Universitat de Barcelona (Departamento de Econometría, Estadística y Economía española, Riskcenter-UB). Directora del Máster en Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras de la Universitat de Barcelona.

**Jorge Miguel Bravo:** Profesor de Economía en la Universidade de Évora, profesor invitado en la Universidade Nova de Lisboa - ISEGI y en la Université Paris-Dauphine (París IX), coordinador del ORBio - Observatorio del Riesgo Biométrico de la población asegurada de Portugal, Asociación Portuguesa de Aseguradoras.

**Robert Holzmann:** Profesor de Economía y Catedrático, Protección Financiera de la Tercera Edad, Universidad de Malasia (Kuala Lumpur); Presidente honorario, Centro de Excelencia en la Investigación del Envejecimiento de la Población, Universidad de Nueva Gales del Sur (Sídney); Investigador del IZA (Bonn) y del CESifo (Múnich) y miembro de la Academia Austríaca de Ciencias (Viena).

Las opiniones y conclusiones aquí expresadas no pueden atribuirse a ninguna institución con la que estemos asociados y todos los posibles errores son nuestra responsabilidad.

Madrid, julio de 2019

### Códigos

D1, G1, J1, R2, R3

### Palabras clave

Sistemas de movilización de capital; patrimonio familiar; hipoteca inversa; propiedad; ingresos a la jubilación; suficiencia de las pensiones

## Resumen

El cambio demográfico en curso, la disminución de los niveles de adecuación de los sistemas tradicionales de seguridad social de reparto, las reformas estructurales de los planes de pensiones y la reducción del apoyo familiar tradicional han aumentado la necesidad de ahorro privado adicional para cubrir la diferencia de ingresos de las personas de edad avanzada. En este documento explicamos la necesidad, la función y la viabilidad de los sistemas de movilización de capital para complementar las pensiones públicas y privadas de manera integrada. Utilizamos los últimos datos europeos de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (HFCS) del Eurosistema para analizar la composición de la riqueza de los hogares y el proceso de acumulación en la zona del euro. Para cuantificar el volumen del patrimonio familiar y su potencial para mejorar los ingresos de jubilación actuales y futuros, calculamos la relación capital-valor (ETV) para todos los países, estimamos el tiempo de pago del préstamo y calculamos la cantidad de capital inmobiliario que se espera que se libere en un período de 10 años mediante pagos hipotecarios mensuales regulares. A continuación, catalogamos y explicamos las múltiples alternativas de gestión y acceso al patrimonio familiar a lo largo del ciclo de vida, y destacamos las principales características, riesgos, ventajas e inconvenientes de los dos productos más importantes del mercado (planes de reversión de vivienda e hipotecas inversas). Por último, explicamos los principales obstáculos y retos de la demanda y de la oferta para el desarrollo de los mercados de movilización de capital y extraemos algunas implicaciones de política.

## Índice

1. Motivación, enfoque y estructura .....	5
2. Asignación de activos de los hogares y la importancia financiera del patrimonio familiar a lo largo del ciclo de vida.....	9
3. Gestión y acceso a la riqueza inmobiliaria: una tipología de sistemas de movilización de capital .....	19
4. Obstáculos y retos para el desarrollo de los sistemas de movilización de capital .....	26
5. Comentarios finales .....	29
Referencias .....	31

# 1. Motivación, enfoque y estructura

El cambio demográfico en curso en los países desarrollados y en desarrollo, los crecientes problemas de los sistemas tradicionales de la seguridad social de reparto, las reformas de las pensiones públicas impulsadas por el sistema fiscal, el paso de los sistemas de prestaciones definidas no financiadas (colectivas) (NDB) a los sistemas de aportaciones definidas y financiadas (individualizadas) (FDC), la disminución de la generosidad de los sistemas públicos de asistencia sanitaria y de las anualidades públicas, con una profunda preocupación por la suficiencia y la pobreza en varios países y dentro de determinados grupos de personas (por ejemplo, mujeres, grupos con menos formación y migrantes), la reducción del apoyo familiar tradicional en la tercera edad debido a la disminución de las tasas de fertilidad, la urbanización y la migración, han incrementado la necesidad del ahorro privado adicional para cubrir la carencia de ingresos en la tercera edad y evitar la dependencia de las transferencias sociales gestionadas por el estado para contrarrestar los riesgos de pobreza (Bravo y Holzmann, 2014; CE, 2018).

Los datos empíricos muestran que, aunque las pensiones privadas se están generalizando, las tasas de cobertura siguen siendo pequeñas y los importes de las aportaciones son insignificantes en la mayoría de los casos (véase, por ejemplo, la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares, BCE 2016). La mayoría de los miembros de los planes de los países en desarrollo no han aportado lo suficiente para recibir ni siquiera una modesta fuente de ingresos durante la jubilación. Por el contrario, la creación de patrimonio familiar a través de la propiedad y el pago de las hipotecas es, con mucho, la principal forma en que los hogares europeos ahorran para la vejez. En los países de la zona euro, el patrimonio de los hogares (excluida la riqueza de las pensiones, es decir, el valor actual de todas las prestaciones de pensiones futuras esperadas) se mantiene principalmente en forma de activos inmobiliarios, que representan el 82,2 % de los activos totales de los hogares (85,1 % en España y 88 % en Portugal), mientras que el resto de los activos (17,8 %) son financieros. El mayor componente de los activos inmobiliarios es la vivienda principal del hogar (HMR), que representa el 60,2 % de los activos inmobiliarios totales, seguido de otros bienes inmuebles (22,3 %). En la UE, aproximadamente el 70 % de los europeos viven en alojamientos ocupados por sus propietarios. La propiedad es mayor en los países más pobres y la proporción de propietarios de viviendas por grupos de edad ha ido aumentando constantemente con cada generación. Los datos empíricos también muestran que los propietarios suelen ser más ricos que sus contrapartes que no son propietarios, y esta conclusión es válida para toda la distribución de ingresos o riqueza neta y para todos los países. Las tasas de pobreza entre los inquilinos de mayor edad son mucho más altas que las de las personas mayores propietarias de su vivienda, lo que significa que para ellos las posibilidades de aumentar los ingresos de jubilación utilizando sus propiedades son limitadas. La distribución de la riqueza es muy desigual en la población, lo que se explica (y prevé) parcialmente debido a las diferentes etapas del ciclo de vida, pero también se observa en edades iguales.

Las pensiones personales y la propiedad privada son los dos principales activos que los individuos tienen para financiar (complementar) el consumo de la jubilación en un enfoque de bienestar basado en activos en el que los individuos aceptan una mayor responsabilidad por sus propias necesidades de bienestar. Ambos implican decisiones de ahorro e inversión a largo plazo durante el ciclo de vida, están motivados por objetivos potencialmente competitivos y generan diferentes opciones y resultados en la vejez. La propiedad de la vivienda proporciona un flujo de servicios de vivienda a partir del momento de la adquisición y representa un patrimonio que se podría liquidar en la vejez si fuera necesario. El activo sirve tanto para las funciones de consumo como de inversión, que los hogares evalúan de forma diferente en función de sus preferencias personales. Contrariamente a lo que ocurre con el alquiler, los particulares suelen considerar la propiedad de la vivienda como una inversión en activos inmobiliarios, una mejor opción para hacer frente a la inflación y beneficiarse de la revalorización del precio de la vivienda. El acceso a una vivienda asequible es fundamental para cualquier sistema de ingresos de jubilación, ya que contribuye a reducir la pobreza al permitir que los jubilados mantengan un nivel de vida adecuado. La vivienda es en realidad un bien de bienestar complejo que complementa y media el flujo de otros bienes y servicios de bienestar a nivel del hogar (por ejemplo, salud, educación, integración, intercambios de

bienestar familiar), lo que hace que las personas dependan más o menos del estado, el mercado y la familia para la satisfacción de otras necesidades (Doling y Ronald, 2010).

Los activos personales para la pensión sirven principalmente como vehículo de inversión y tienen beneficios que solo se pueden obtener a partir de la edad de jubilación, es decir, a diferencia de los activos inmobiliarios, su utilidad se aplaza hasta la edad de jubilación. Tanto los productos financieros como los activos inmobiliarios pueden aumentar de valor con el tiempo y ampliar las oportunidades de consumo futuro, pero existen riesgos. Ambos pueden, al menos en teoría, utilizarse en el futuro para complementar las necesidades de consumo y bienestar cuando se reduzcan los ingresos del trabajo o del capital, y aumenten las demandas de gasto (por ejemplo, debido a los cuidados a largo plazo) o utilizarse a lo largo de la vida con fines de consumo o inversión. Sin embargo, tienen diferentes niveles de liquidez y su iniciación y movilización implica, en el caso del patrimonio familiar, costes monetarios y no monetarios significativos.

Acumular patrimonio a través de la propiedad inmobiliaria, por lo general, requiere formalizar un préstamo hipotecario de interés fijo o variable en el mercado hipotecario para comprar una casa y ahorrar durante la vida laboral para pagar la deuda. Sin embargo, no debemos ignorar a quienes heredan propiedades y la importancia de las transferencias intergeneracionales para la acumulación de patrimonio. Además, en los países, las regiones y las ciudades en los que los precios de la vivienda han evolucionado positivamente en las últimas décadas, los hogares propietarios de su vivienda se han beneficiado sustancialmente de las plusvalías acumuladas. Esto puede desencadenar un efecto de riqueza inmobiliaria con importantes repercusiones macroeconómicas en el consumo, el ahorro y el crecimiento económico. Sin embargo, a pesar de ser ricos en activos, en muchos casos son pobres en efectivo, ya que su riqueza está vinculada a la casa.

La creciente necesidad de ahorro privado para la vejez está potencialmente en conflicto con los ahorros para la adquisición de vivienda. En muchos casos, un hogar medio reembolsa anualmente en capital hipotecario una cantidad sustancialmente superior a la que se ahorra en el fondo de pensiones. Junto con la fiscalidad, los recursos necesarios para pagar una vivienda actúan como un fuerte desincentivo para la financiación de la seguridad social y la asistencia social, aunque todavía no hay pruebas claras para concluir si los hogares que poseen propiedades y reembolsan las hipotecas ahorran más que los arrendatarios o en qué medida los propietarios de viviendas con una hipoteca sustituyen cualquier ahorro financiero por pagos de hipotecas o los consideran como complementos. Si el pago de una hipoteca se percibe como equivalente a los ahorros para la jubilación, no existe una compensación aparente, pero, en la práctica, es difícil la existencia de restricciones de liquidez y la necesidad de coordinar e integrar los objetivos e incentivos para ambas decisiones de inversión. Una forma de mitigar este conflicto potencial es desbloquear el patrimonio que las personas han acumulado en sus hogares para ayudar a financiar la jubilación y la atención médica mediante el uso de una serie de sistemas alternativos de movilización de capital (ERS). Algunos de estos mecanismos conllevan la venta de la vivienda y la mudanza, mientras que en otros es posible acceder al patrimonio acumulado en la forma de su vivienda y poder seguir viviendo en ella hasta su fallecimiento o mudarse a una residencia para la tercera edad.

En este contexto, en el presente documento se examina la necesidad y la viabilidad de los planes de movilización de capital inmobiliario y las posibles vías por las que el patrimonio familiar puede mejorar los ingresos de jubilación. Utilizamos los últimos datos europeos de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (HFCS) del Eurosistema para analizar la composición de la riqueza de los hogares y el proceso de acumulación en la zona del euro. El documento se centra en cuatro factores principales que subyacen al proceso de acumulación de patrimonio: (i) la composición de los activos de la cartera entre activos financieros e inmobiliarios; (ii) la importancia de la propiedad de la vivienda y la dinámica del precio de la vivienda; (iii) las desigualdades en el patrimonio familiar en los países (en todos los grupos de edad y en los quintiles de ingresos y patrimonio); (iv) la carga de la deuda hipotecaria y el potencial de movilización de capital del servicio del préstamo. Para cuantificar el volumen del patrimonio familiar, calculamos el promedio de la relación capital-valor (ETV) para todos los países, estimamos el tiempo de pago del préstamo y estimamos el importe del capital inmobiliario movilizado en un período de 10 años a través de pagos hipotecarios mensuales periódicos. A

continuación, catalogamos y explicamos las múltiples alternativas de gestión y acceso al patrimonio familiar a lo largo del ciclo de vida, y resumimos las principales características, riesgos, ventajas e inconvenientes de los dos productos más importantes del mercado (planes de reversión de vivienda e hipotecas inversas). Por último, explicamos algunos de los obstáculos existentes para el desarrollo de los mercados de movilización de capital y resumimos las principales conclusiones y los próximos pasos.

El uso de sistemas de movilización de capital está respaldado por la teoría del ciclo de vida del consumo (Modigliani y Brumberg 1954) que durante mucho tiempo ha sido el caballo de batalla para modelar la acumulación de patrimonio y las decisiones de desacumulación de los individuos. La teoría parte del supuesto de que los individuos optimizan su consumo durante su vida activa y su edad de jubilación en función de los ingresos esperados a lo largo de la vida o permanentes. Con el fin de realizar una redistribución del ciclo de vida y un consumo fluido a lo largo del mismo, se supone que las personas acumulan activos financieros y no financieros durante los primeros años de su ciclo de vida, cuando los ingresos (permanentes o temporales) superan el consumo, y retiran su patrimonio desde ese momento hasta la muerte, cuando los ingresos caen por debajo de los niveles necesarios para satisfacer las necesidades de consumo en una etapa posterior de su vida (Ong et al., 2013). En este modelo, la riqueza actúa como un amortiguador entre el consumo y el ingreso, permitiendo que los individuos cambien su poder adquisitivo a lo largo del tiempo. El modelo de ciclo de vida no solo se utiliza para analizar el consumo, el ahorro y las decisiones financieras del hogar de los consumidores a lo largo de la vida, sino también para estudiar la asignación de activos dentro de períodos específicos.

En su expresión más simple, el modelo del ciclo de vida predice que un individuo consumirá toda su riqueza (incluida la vivienda y otros activos de propiedad) al final del ciclo de vida. Para los propietarios de viviendas, esto significa cobrar su patrimonio inmobiliario para financiar el consumo en la vejez. Para hacer frente a la incertidumbre sobre la duración de la vida, una de las principales fuentes de riesgo a las que se enfrenta un individuo cuando planifica su consumo en la vejez, el modelo sugiere asegurarse mediante la compra de una renta vitalicia que proporcione un flujo constante de ingresos hasta la muerte en el momento de la jubilación (Yaari, 1965). Las magnitudes relativas de la tasa de descuento de tiempo del individuo y el tipo de interés del mercado determinan si se espera que el consumo sea constante, o que disminuya o aumente monótonamente a medida que el individuo envejece. En el contexto de un modelo de ciclo de vida simple, Barro y Friedman (1977) demuestran que, cuando se permiten mercados de seguros perfectos, el consumo del ciclo de vida en una vida incierta es el mismo que con la certidumbre. Si no existe un mercado de rentas, esta lógica ya no es válida, aunque en muchos países los regímenes públicos de seguridad social ofrecen algún tipo de seguro contra períodos de vida inciertos (y otros acontecimientos de la vida), y pueden ser un sustituto de los mercados de rentas en situación de morosidad.

En su expresión más simple, la hipótesis del ciclo de vida no tiene en cuenta el patrimonio inmobiliario, a pesar de la evidencia empírica que demuestra que para la mayoría de los jubilados los activos inmobiliarios constituyen el componente más importante de su patrimonio. Yao y Zhang (2005) descubrieron que los propietarios tienden a tener una mayor proporción de activos de riesgo en relación con los activos líquidos. Li y Yao (2007) sugieren que la volatilidad del patrimonio inmobiliario tiene un impacto significativo en el consumo y el bienestar del ciclo de vida de las personas. Banks et al. (2010) consideran que la transición del matrimonio a la soltería, la viudez, la salida de los hijos del hogar, la transición del trabajo a la ausencia de trabajo, la mayor volatilidad de los precios y el aumento del valor de las viviendas desencadenan una reducción del tamaño de las viviendas, mientras que los altos ingresos lo desalientan. Davidoff (2010) sugiere que el valor acumulado de la vivienda tiene un pago muy correlacionado con el de la demanda de seguro de atención a largo plazo (LTCI). Nakajima y Telyukova (2014) modelan la demanda de las hipotecas inversas y llegan a la conclusión de que la modesta demanda refleja los riesgos sustanciales a los que se enfrentan los hogares al final de la vida y la incertidumbre sobre el precio de la vivienda, los motivos de la herencia y los costes del contrato.

Sin embargo, hay un volumen cada vez mayor de literatura y evidencias empíricas que sugiere que el comportamiento real de ahorro/desahorro antes y después de la jubilación a menudo está en desacuerdo con la

hipótesis del ciclo de vida y que hay tres niveles de la población que presentan un comportamiento de ahorro/desahorro bien diferenciado (véase, por ejemplo, Holzmann, Ayuso, Alaminos y Bravo (2019) para obtener un análisis y explicación exhaustivos). El nivel más bajo de ingresos y riqueza ahorra poco o incluso nada y, en consecuencia, llega a la edad de jubilación con activos financieros y riqueza inmobiliaria limitados y apenas desahorra después de la jubilación. El nivel superior ahorra en exceso, desahorra poco o nada, e incluso puede continuar acumulando activos financieros y no financieros durante la jubilación. La desacumulación tiene lugar únicamente a través de rentas públicas o privadas que financian parte del consumo de la vejez, en caso de una crisis financiera importante (por ejemplo, una crisis sanitaria o de cuidados a largo plazo no asegurados, un divorcio costoso, catástrofes naturales o una inversión especulativa fallida) o a través de transferencias intergeneracionales intervivos. Por último, el nivel medio es el único que parece comportarse de acuerdo con la hipótesis del ciclo de vida, aunque el patrón de acumulación y desacumulación de activos no es tan constante como lo predice la teoría debido al resultado de múltiples acontecimientos o situaciones de la vida (por ejemplo, la formación de la familia, el divorcio, el hecho de que los hijos abandonen o regresen a sus hogares, la recepción real o prevista de una herencia durante la vida laboral o después de la jubilación, la necesidad de atender a un pariente o de ser atendidos por una persona, las costosas enfermedades, los cuidados a largo plazo, las largas estancias en el paro y la viudez). Además de la riqueza de la pensión acumulada a través de los planes de pensiones obligatorios, las personas adquieren activos financieros y no financieros (vivienda) que alcanzan su punto máximo alrededor de la edad de jubilación. Con la jubilación, la riqueza de sus pensiones disminuye (con la excepción de los que no tienen rentas vitalicias), pero su riqueza financiera y real se estabiliza. Al igual que los demás niveles de ingresos y riqueza, también son vulnerables a las crisis financieras, pero siguen siendo reacios a utilizar su principal componente de riqueza (la vivienda principal del hogar) para complementar los ingresos y financiar el consumo durante la jubilación.

Varios motivos pueden explicar por qué en los estudios empíricos los hogares se desvían de la hipótesis del ciclo de vida, ahorrando en algunos niveles más de lo esperado y no desacumulando su patrimonio inmobiliario. Entre ellos se incluyen la incertidumbre en cuanto a los ingresos de jubilación, el comportamiento precavido para hacer frente a las grandes crisis familiares, la atención sanitaria futura no asegurada y los gastos a largo plazo, las pruebas que demuestran que las personas se preocupan por sus descendientes, los prejuicios de comportamiento y culturales, las normas sociales obsoletas y las barreras psicológicas, el comportamiento de la contabilidad mental (preventivo) del ahorro, el diseño y la aplicación de planes de jubilación obligatorios relacionados con los ingresos en todos los países, incluidas las garantías de los ingresos mínimos (y los servicios) y las disposiciones relacionadas, los regímenes de tributación de las pensiones, así como la heterogeneidad por niveles de ingresos (Holzmann et al., 2019).

El resto de este documento se estructura de la forma siguiente. En la sección 2 examinamos la asignación de activos de los hogares en la UE y la importancia financiera del patrimonio familiar a lo largo del ciclo de vida. En la sección 3 explicamos las numerosas maneras de gestionar y acceder al patrimonio familiar y proporcionamos un catálogo de sistemas de movilización de capital. En la sección 4 identificamos los principales obstáculos de la demanda y la oferta para el desarrollo de los mercados de movilización de capital. Por último, en la sección 5 se ofrecen las conclusiones y se exponen algunas implicaciones de políticas preliminares.

## 2. Asignación de activos de los hogares y la importancia financiera del patrimonio familiar a lo largo del ciclo de vida

En la mayoría de los países, la vivienda es el activo más importante que poseen las familias. Los hogares acumulan activos inmobiliarios y financieros para la vejez mediante la creación de una participación en la propiedad de las viviendas y el ahorro a través de las pensiones personales. Acumular riqueza a través de la propiedad de la vivienda normalmente requiere pedir un préstamo en el mercado hipotecario para comprar propiedad privada. El activo tiene una función de consumo (al ofrecer un flujo de servicios de vivienda) y una función de inversión (si es necesario, el activo se puede movilizar a través de varios sistemas de movilización de capital). Los propietarios que viven en su propia casa se benefician de los servicios de alojamiento sin tener que pagar alquiler, pero necesitan gastar dinero en costes de mantenimiento para preservar el valor de su inversión a lo largo del tiempo. La acumulación de riqueza a través de las pensiones privadas implica que los consumidores prestan dinero a los intermediarios financieros que los invierten en los mercados financieros. Sin embargo, el proceso de desacumulación de los activos acumulados a través de las pensiones privadas y la propiedad de la vivienda es muy distinto. De hecho, mientras que los activos acumulados en las pensiones privadas se pueden liquidar fácilmente en la vejez como un importe global o como un flujo de ingresos periódicos, extraer valor del valor líquido de la vivienda tanto in situ como a través de la negociación a la baja es mucho más difícil, ya que la propiedad de la vivienda es un activo mucho más ilíquido (Eckardt, 2018).

Con la excepción de las personas con ingresos y patrimonio bajos que ahorran poco y a menudo están excluidas de los mercados de crédito, y las que se encuentran en la parte superior de la distribución de ingresos, que heredan propiedades o pueden ahorrar y adquirir una vivienda durante su vida sin restricciones de liquidez, para las personas de rentas medias existe un vínculo directo entre el proceso de acumulación y desacumulación del valor de la vivienda, ya que deben financiar la adquisición de una vivienda y tienen una capacidad limitada para acumular un valor patrimonial suficiente (patrimonio neta, incluidos los activos financieros), de modo que también son propietarias de la vivienda desde el punto de vista económico. En consecuencia, el valor de la vivienda debe analizarse a lo largo de todo el ciclo de vida. En algunos países (por ejemplo, Singapur) existe incluso una integración total entre las políticas de vivienda y de pensiones, ya que los ahorros de pensiones se puede movilizar para la vivienda, se promueve activamente la propiedad de la vivienda, la vivienda se ha puesto a disposición de los grupos socioeconómicos más desfavorecidos y se pueden monetizar los activos inmobiliarios cuando sea necesario.

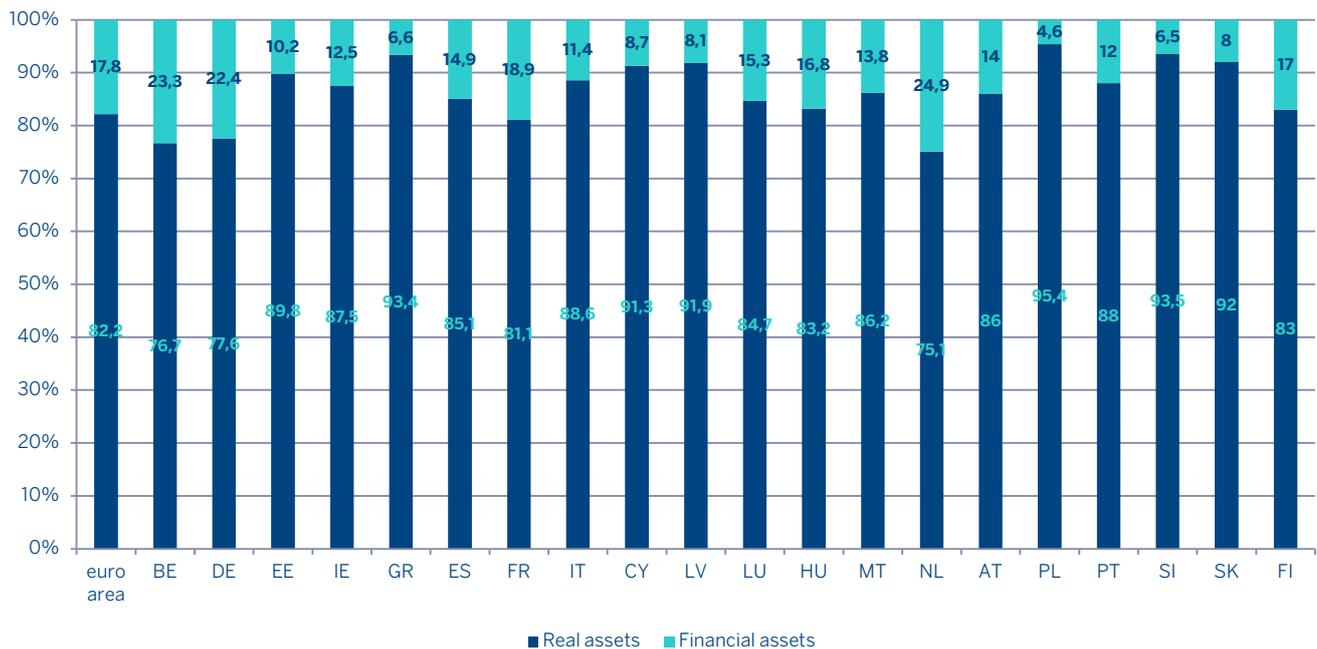
En la figura 1 utilizamos la segunda oleada de datos de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (HFCS, BCE 2016) para esbozar la forma en que los hogares de la UE distribuyen su riqueza entre activos financieros e inmobiliarios.<sup>1</sup> Podemos observar que los activos inmobiliarios representan una gran parte (82,2 %) del patrimonio bruto de los hogares de la zona euro, con valores máximos observados en Polonia, Eslovenia, Eslovaquia y Letonia, mientras que en Países Bajos, Bélgica, Alemania, Finlandia o Francia los hogares tienen una mayor participación en los activos financieros. Además, en todos los quintiles de riqueza neta, los activos totales están dominados por los activos inmobiliarios, en concreto la residencia principal del hogar (HMR).

---

<sup>1</sup>La HFCS es una encuesta que recoge datos sobre las finanzas y el consumo de los hogares de 18 países de la zona euro (todos excepto Lituania), así como de Hungría y Polonia. En la actualidad, la encuesta cuenta con dos oleadas, la segunda de las cuales tiene lugar entre 2013 y 2015. La muestra total consta de más de 84 000 hogares.

La cuota de los activos inmobiliarios en los activos totales ha aumentado en los últimos años, junto con el aumento del tamaño medio de los activos totales. En la zona euro, las carteras de cada hogar no suelen estar diversificadas, sino dominadas por un activo principal. En la figura 2 se desglosan los activos inmobiliarios por categoría de activos. Podemos observar que el valor de las HMR, que es el resultado del precio de adquisición inicial, de las plusvalías acumuladas derivadas del aumento del precio de los inmuebles, de la depreciación o de las reinversiones, es el activo más valioso de los hogares en todos los países de la zona euro.

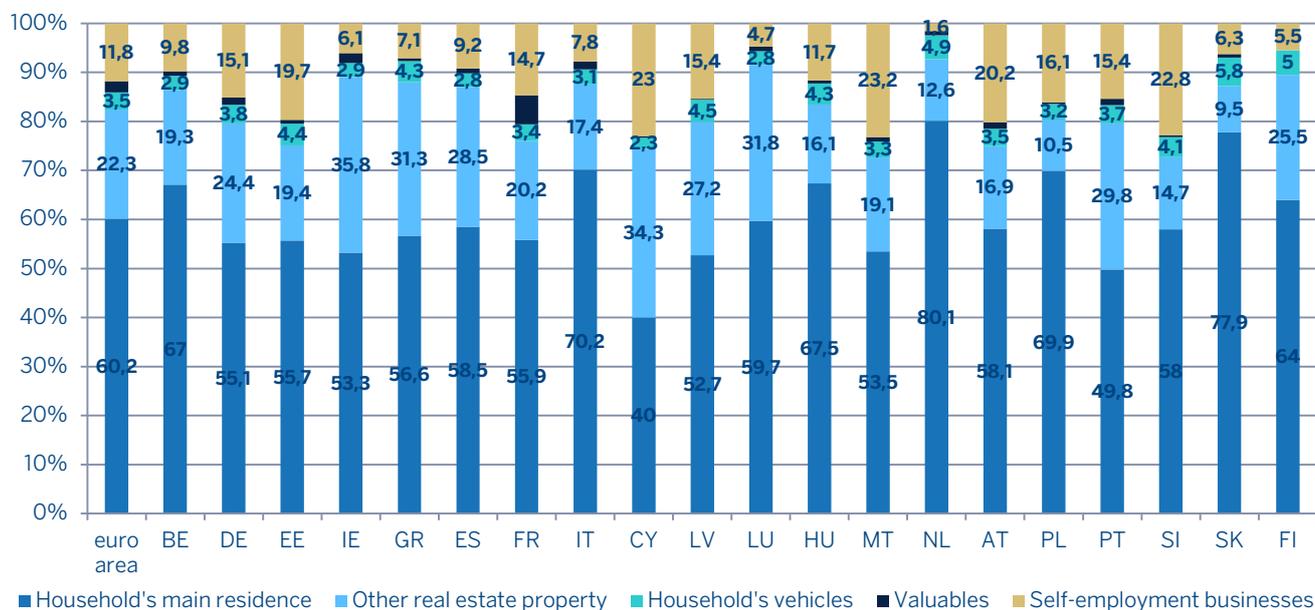
Figura 1. Cuota de los activos inmobiliarios y financieros en los activos totales de la UE



Fuente: Composición propia a partir de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (2016), 2ª oleada. Notas: Los activos inmobiliarios incluyen el valor de la residencia principal del hogar para los propietarios, otros bienes inmuebles, vehículos, objetos de valor (por ejemplo, joyas, obras de arte, antigüedades, etc.) y el valor de los negocios por cuenta propia. Los activos financieros incluyen depósitos (cuentas a la vista y de ahorro), fondos de inversión, bonos, acciones, dinero adeudado a los hogares, valor de los planes de pensiones voluntarios y pólizas de seguro de vida completa de los miembros del hogar y otros activos financieros, que incluyen empresas privadas no autónomas, activos en cuentas gestionadas y otros tipos de activos financieros.

En la zona euro, la contribución media de las HMR al patrimonio inmobiliario total es del 60,2 % (49,5 % de los activos totales), y las mayores proporciones se observan en Eslovaquia, Italia y Países Bajos. Solo en dos países la proporción es inferior al 50 % (Chipre (40 %) y Portugal (49,8 %)). Para casi nueve de cada diez propietarios, las HMR tienen la mayor participación en la cartera de activos totales (BCE, 2016). Los bienes inmuebles (HMR y otros bienes inmuebles) dominan la tenencia de activos en todos los países.

Figura 2. Descomposición de los activos inmobiliarios por categoría de activos

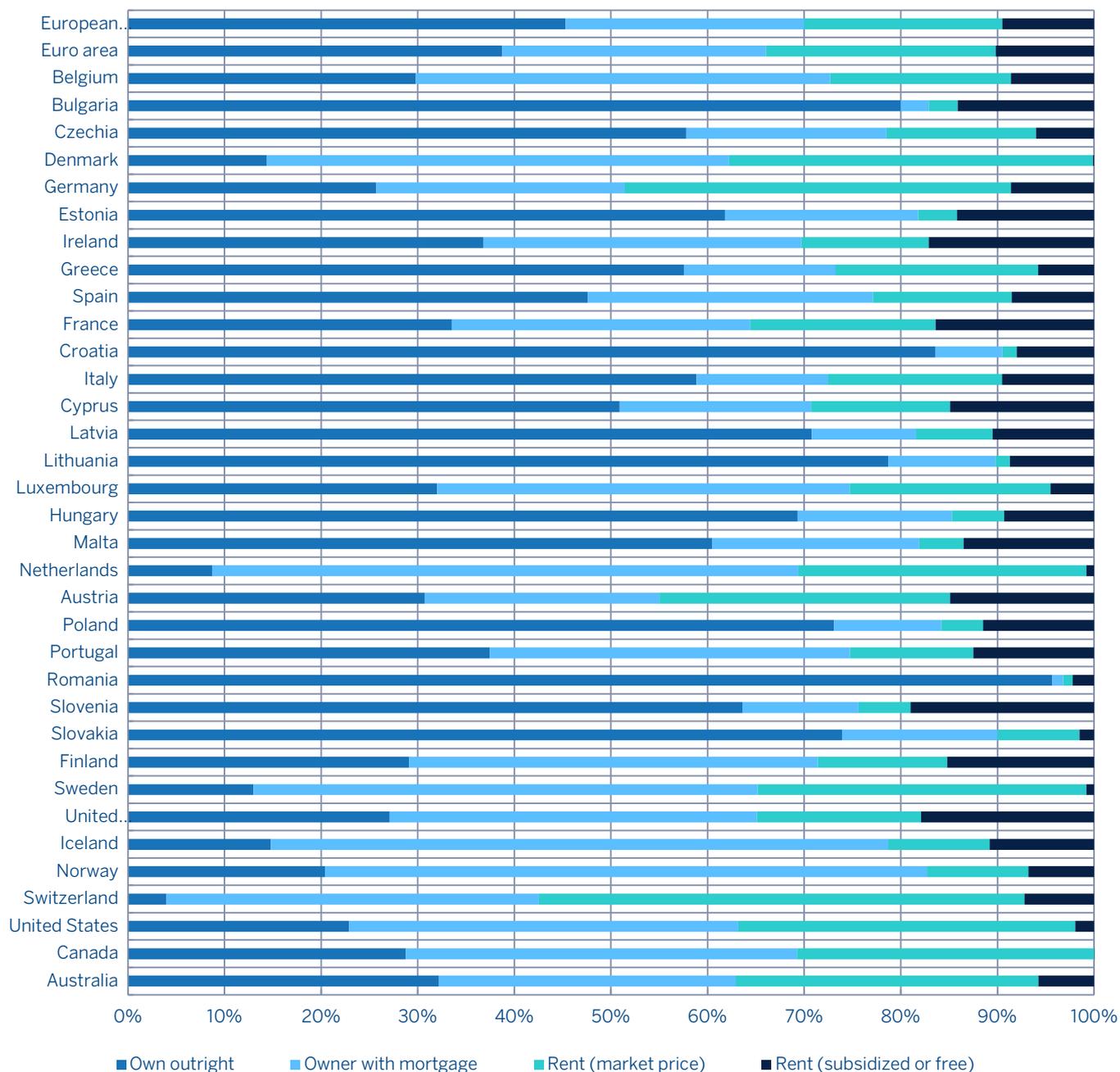


Fuente: Composición propia a partir de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (2016), 2ª oleada. Notas: Cuotas de los tipos de activos inmobiliarios sobre el total de activos inmobiliarios por países de la zona euro. La HFCS clasifica los activos inmobiliarios en cinco categorías: las HMR, otros bienes inmuebles, vehículos, objetos de valor (joyas de valor, antigüedades o arte) y negocios de autoempleo.

Independientemente de los regímenes de acumulación de riqueza inmobiliaria, la mayor importancia atribuida al patrimonio inmobiliario se ha visto impulsada por cinco factores principales: (i) la propiedad de la vivienda por franja de edad ha aumentado constantemente con cada generación sucesiva, como resultado de un cambio en la estructura de tenencia con menos inquilinos en general; (ii) un aumento en los precios de la vivienda, a pesar de cierta volatilidad en los últimos años como consecuencia de la crisis; (iii) el aumento de la longevidad traerá consigo un mayor número de propietarios de viviendas; (iv) la compra de vivienda se considera con frecuencia el vehículo de inversión preferido para el ahorro con apoyo del gobierno, con incentivos fiscales sustanciales destinados a apoyar las viviendas ocupadas por sus propietarios; (v) la dinámica del mercado de la vivienda ha brindado múltiples oportunidades para que las personas y las empresas consoliden su patrimonio mediante la construcción de viviendas, el comercio de bienes inmuebles o la inversión en propiedades para alquilar. La vivienda se ha convertido en una mercancía cada vez más comercializable. A medida que pasa cada generación, la siguiente heredará la propiedad y se espera que haya más propietarios y menos inquilinos. En la figura 3 mostramos la distribución de la tenencia de la vivienda en los países de la OCDE utilizando la encuesta EU-SILC del Eurostat del año 2017 o el último año disponible.<sup>2</sup> La tasa de vivienda en propiedad, los saldos de la deuda a la edad de jubilación y las relaciones capital-valor son indicadores clave de la viabilidad de la movilización de capital de vivienda y el potencial de mercado. Podemos observar que el 70 % de los hogares de la UE son propietarios de su vivienda (con o sin hipoteca pendiente relacionada con la vivienda), con tasas de propiedad de la vivienda superiores al 80 % en muchos países.

<sup>2</sup> Véase también el Apéndice 1 para obtener detalles.

Figura 3. Distribución de la tenencia de la vivienda en los países de la OCDE, 2017 o último año disponible



Fuente: Eurostat, encuesta EU-SILC.

Notas: Proporción de hogares en diferentes tipos de tenencia, en porcentaje. Tipos de tenencia de la vivienda: propia directa, la familia es la propietaria de la vivienda y no tiene ninguna hipoteca pendiente relacionada con ella; propietario con hipoteca, la familia es la propietaria de la vivienda pero actualmente está pagando la hipoteca; alquiler a precio de mercado, la familia alquila la vivienda a precio del mercado privado de alquiler; alquiler (subvencionado o gratuito): la familia alquila la vivienda a precio de mercado reducido o el alojamiento es gratuito.

El porcentaje más alto se encuentra en los antiguos países comunistas de Europa Central y Oriental, debido a las condiciones especiales de adquisición ofrecidas tras la caída de los regímenes comunistas (por ejemplo, en Rumanía más del 95% de los hogares son propietarios de su vivienda), pero en países como Chile, México, Noruega, Islandia y los países del sur de Europa las tasas de propiedad (con o sin hipoteca) también son altas (78 % en España o 73,9 % en Portugal). Tenga en cuenta también que los porcentajes de propiedad de la vivienda varían considerablemente de un país a otro. La importancia del mercado de alquiler es mayor en países como Suiza, Dinamarca, Alemania y Austria. Las tendencias en los porcentajes de propiedad de vivienda y en los indicadores del mercado inmobiliario muestran que el volumen de riqueza en activos inmobiliarios ha alcanzado niveles récord. El uso diferencial de regímenes alternativos de promoción de la propiedad de la vivienda en Europa (por ejemplo, el elevado apoyo estatal a la vivienda de alquiler, los sectores de alquiler social, los sectores de propiedad de la vivienda altamente subvencionados, la privatización de la vivienda social, la liberalización de la financiación hipotecaria y las limitaciones de los préstamos) puede explicar las diferencias en los porcentajes de propiedad de la vivienda y la distribución de la riqueza inmobiliaria.

En la tabla 1 se desglosan los porcentajes de propiedad de vivienda de las HMR por quintil de ingresos. Podemos observar que la propiedad de la vivienda en la zona euro está fuertemente correlacionada con la renta: los hogares del quintil de renta más baja tienen un porcentaje de propiedad del 47,6 %, mientras que para los del decil superior es del 82,1 %. En el caso de los hogares del quintil de ingresos más bajos, la relación con los ingresos es más débil en Alemania, Francia, Austria y Países Bajos, y más fuerte en los países del sur (España, Portugal y Grecia) y de Europa Central y Oriental. En la tabla 1 se muestra que la correlación entre la propiedad de la vivienda y la riqueza neta es aún mayor que la comunicada para los ingresos. En la zona euro, mientras que solo el 8,1 % de los hogares del quintil de riqueza neta más bajo son propietarios de la vivienda, el 94,5 % del decil de riqueza neta más alto son propietarios de su vivienda.

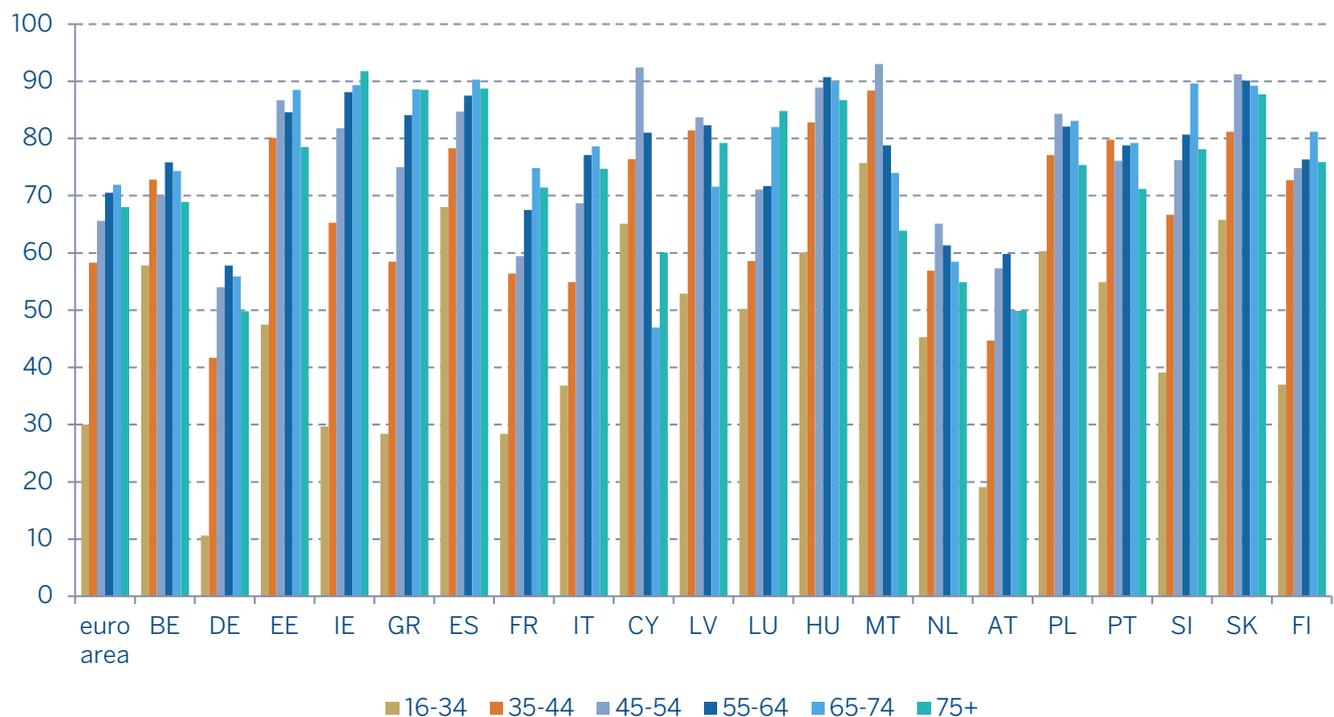
Tabla 1: Propiedad de la residencia principal de los hogares (RMH); desglose por renta y quintil de riqueza neta

	61,2	70,3	44,3	76,5	70,5	72,1	83,1	58,7	68,2	73,5	76	67,6	84,2	80,2	57,5	47,7	77,4	74,7	73,7	85,4	67,7
	47,6	44,3	20,3	62	60,2	64,6	73	33	48	59,5	61,2	38,4	77,9	58,5	25,4	24,7	62,8	60,6	64,3	80,2	37,4
	51,8	59,3	33,7	73,1	56,9	68,6	79	45,1	59,9	71,1	70,6	61,6	82,1	79,7	45,2	37,6	71,5	66,8	66,3	83,1	55,8
	58,5	74,2	43,8	77,6	67,8	71,9	82,9	58,4	66	65,4	80,2	72,1	84,6	84,5	57,2	49,3	79,6	76,1	75,1	83	70,9
	68,9	87,2	54,1	82,5	78,9	75,9	88,6	73,1	78,7	80,1	84,3	80,7	86,3	88,5	79,4	57,2	84,8	78,7	81,2	86,8	81,6
	76,1	85,1	65,1	82,9	84,7	76,7	93,9	81,6	85,3	88,9	90,6	84,7	89,8	91,4	80,4	62	86,9	89	79,3	93,7	90,1
	82,1	88,1	75,3	91,6	92,9	81,9	90,3	86,9	92	94,1	77,8	86,3	90,6	88,5	80,2	77,1	90,1	93,7	84,6	94	95,5
	8,1	4,9	6,4	22	44,3	11,4	38,2	2,3	1,3	25,3	21,7	4,8	42,5	14,7	26,4	1,4	7,5	18,9	4,8	35,1	8,1
	31	69	4,6	79	24,6	71,5	89,6	23,3	50,5	71	73,1	52,6	90	94,5	19,4	2,7	88,5	75,4	76,3	96,6	45
	80,4	91,4	41,6	91,9	89,3	91,2	95,4	79,8	94,3	88,3	94,7	91,9	94,8	96,7	55,4	49,2	97,2	91	95,5	97,2	91
	91,9	93,8	81	93,7	96,6	93,2	95,5	93	97	90,1	96,4	94,4	97,1	97,5	89,4	91,6	95,6	95,5	96,4	98,7	96
	94,3	95,4	86	97,9	98	92,4	97,2	94,4	97,7	94,1	94,9	95,5	96,9	97,1	96,9	93,5	97,6	93,6	96,4	99,8	98,4
	94,5	89,7	90,6	93,8	97,3	94,8	96,9	95,3	98,4	92,2	93,9	93,6	96,5	98,6	96,9	93,6	99	92	95	98,8	98,4

Fuente: Composición propia a partir de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (2016), 2ª oleada. Nota: Porcentaje de hogares que poseen su residencia principal

La distribución de la riqueza de la vivienda entre los hogares está bastante sesgada con la riqueza neta de los hogares claramente vinculada a la propiedad de la vivienda. Los propietarios de viviendas, de media y en la mediana, son considerablemente más ricos que sus contrapartes que no son propietarios de viviendas en todos los países. Esto se aplica independientemente del percentil de la distribución neta de la riqueza o del país en cuestión. La riqueza de la vivienda es particularmente significativa para los hogares del cuarto y quinto quintil. La comparación de los resultados de la HFCS de las oleadas 1 y 2 pone de relieve que los quintiles inferiores de la distribución neta de la riqueza han aumentado significativamente sus porcentajes de propiedad de vivienda, es decir, la acumulación de plusvalía a través de la propiedad de vivienda es cada vez más la opción preferida para acumular recursos a lo largo del ciclo de vida. En la figura 4 se muestra el desglose de la propiedad de las HMR por grupo de edades para entender mejor cómo los hogares acumulan y desacumulan el patrimonio inmobiliario a lo largo del ciclo de vida.

Figura 4: Propiedad de la residencia principal de los hogares (HMR); desglose por grupos de edades



Fuente: Composición propia a partir de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (2017), 2ª oleada. Nota: Valores en %.

Podemos observar que en la zona euro los porcentajes de propiedad de la vivienda son naturalmente mucho más bajos para las cohortes más jóvenes (de 16 a 34 años), aumentan con la edad y alcanzan su punto máximo para el grupo de edades de 65 a 74 años, disminuyendo luego ligeramente para los mayores de 75 años. Este patrón se observa en la mayoría de los países, con la excepción de Grecia e Irlanda, donde los porcentajes de propiedad de la vivienda alcanzan su punto máximo en el grupo de edad más avanzada. En algunos países (por ejemplo, España y Portugal), las especificidades del mercado de la vivienda, en concreto, la falta de un mercado de alquiler

competitivo y las políticas gubernamentales para fomentar la propiedad privada de viviendas, por ejemplo, mediante incentivos fiscales, pueden explicar los importantes porcentajes de propiedad de vivienda entre las cohortes más jóvenes.

Entre los posibles incentivos fiscales destinados a fomentar la propiedad privada de la vivienda se incluyen: deducciones fiscales o créditos fiscales para las hipotecas, exenciones fiscales específicas para los propietarios de viviendas, impuestos sobre bienes inmuebles a tipos más bajos, ausencia de impuestos sobre las transacciones de compra de viviendas, ausencia de impuestos sobre los alquileres imputados a los propietarios de viviendas, ausencia de impuestos sobre la herencia, en concreto para las HMR, hipotecas subvencionadas (préstamos sin intereses para los hogares objetivo, hipotecas a largo plazo con amortización subordinada) y garantías públicas (por ejemplo, hipotecas a largo plazo con devolución subordinada), seguros hipotecarios obligatorios por debajo de la prima de riesgo del mercado), reembolso anticipado sin comisiones, tipo de interés regulado, límites a la relación préstamo-valor o préstamo-renta, retirada del capital de la hipoteca, exenciones de propiedad (Schelkle, 2012; Eckardt, 2018). Los incentivos fiscales adoptados para fomentar la propiedad privada de la vivienda suelen ser diferentes e independientes de los que se utilizan para estimular las pensiones privadas, lo que puede generar estrategias de asignación de activos potencialmente conflictivas.

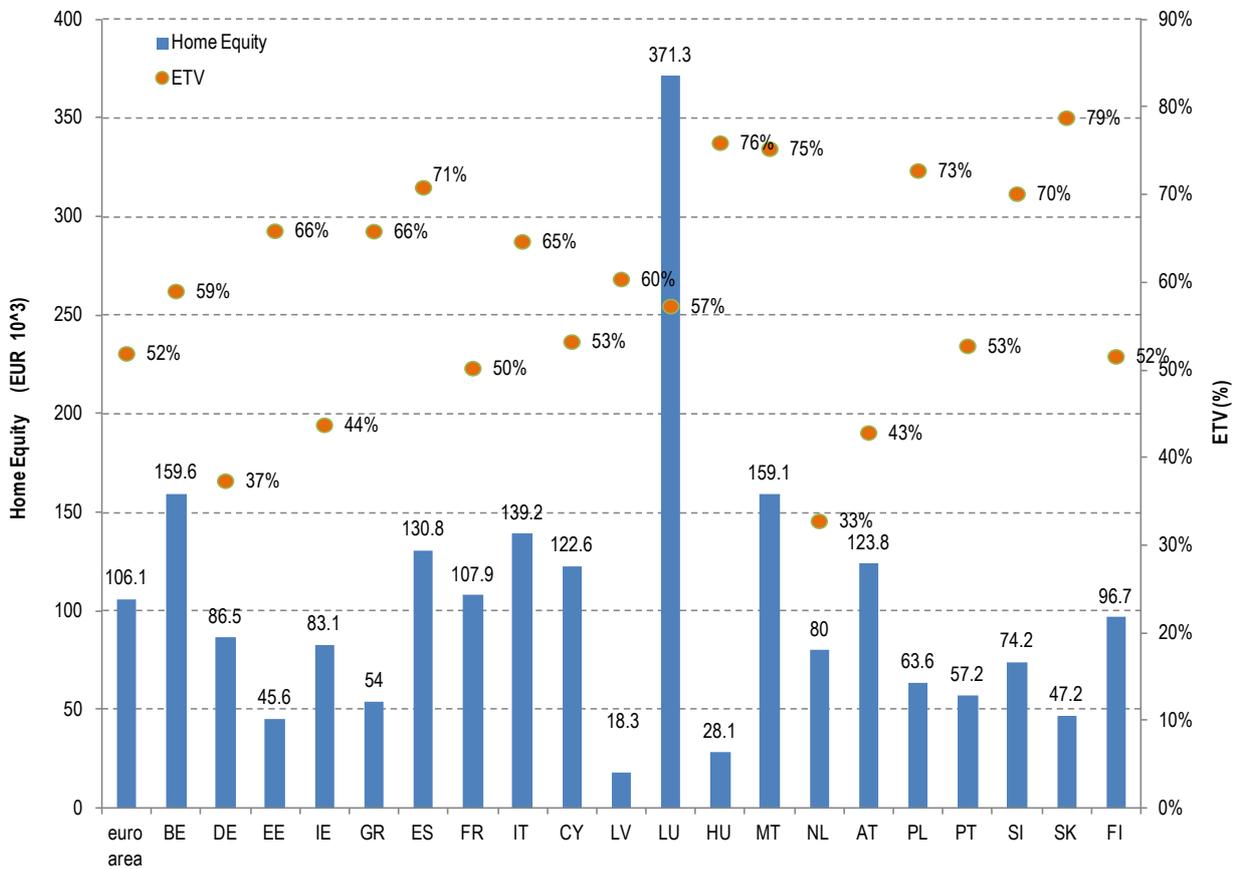
Las altas tasas de vivienda en propiedad, combinadas con la apreciación del precio de la vivienda, señalan un alto potencial para los sistemas de movilización de capital. Sin embargo, este potencial se ve reducido por la existencia de hipotecas pendientes, especialmente a la edad de jubilación. Para la mayoría de los hogares, acumular patrimonio inmobiliario a través de la propiedad implica pedir dinero prestado en el mercado hipotecario. La medida en que los propietarios-ocupantes acumulan el patrimonio familiar hacia la jubilación depende del valor de mercado de las HMR y del saldo pendiente de las hipotecas de HMR (y otros bienes inmuebles). Para poder cuantificar el volumen de la riqueza inmobiliaria, utilizamos el concepto de relación capital-valor (ETV) para referirnos a la cantidad de patrimonio familiar que tiene un hogar como proporción del valor de la vivienda. El patrimonio familiar o el valor neto de las HMR se calcula como el valor de las HMR menos el importe pendiente de las hipotecas garantizadas sobre las HMR.<sup>3</sup> Además, la ETV se define como 1 menos la relación préstamo-valor (LTV).

En la figura 5 se muestran los valores medios del patrimonio inmobiliario y las relaciones de ETV de todos los hogares de los países de la zona euro. Las diferencias entre los propietarios de viviendas y los países en cuanto al patrimonio inmobiliario son el resultado acumulativo de las diferentes inversiones iniciales en vivienda, las ganancias y pérdidas de capital inmobiliario, el tamaño de las deudas hipotecarias utilizadas para financiar la propiedad de la vivienda y la carga de saldar la deuda. Para el conjunto de la zona euro, el valor medio de la vivienda es de 106 100 euros, lo que corresponde a una ETV del 52 %, es decir, el patrimonio neto de la vivienda es de casi la mitad del valor de la vivienda. El patrimonio inmobiliario difiere significativamente de un país a otro, siendo los valores más altos los que se registran en Luxemburgo (371 300 euros), Bélgica (159 600 euros) y Malta (159 100 euros), y los más bajos los registrados en Letonia (18 300 euros), Hungría (28 100 euros) y Estonia (45 600 euros). Las relaciones medias de ETV para los países de la zona euro oscilaron entre un mínimo del 33 % en Países Bajos y un máximo del 79 % en Eslovaquia, y diez países registraron una relación de ETV superior al 60 %. En España y Portugal, el capital inmobiliario asciende a 130 800 y 57 200 euros, lo que corresponde al 71 % y 53 % del valor de la vivienda, respectivamente.

---

<sup>3</sup> Para los propietarios directos sin hipoteca, el valor corresponde al valor de la vivienda principal. Para los no propietarios, el valor se fija en cero.

Figura 5: Capital inmobiliario y relación capital-valor en la zona euro



Fuente: Cálculo propio a partir de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (2016), 2ª oleada. Nota: El capital inmobiliario se expresa en miles de euros y los valores de ETV en porcentaje.

Hemos tenido en cuenta los valores medios de la HFCS para el flujo de pagos de las hipotecas de las HMR en el momento  $t$ ,  $P_t$  y el saldo pendiente de las hipotecas de HMR en el momento  $tV_t$ , para estimar el factor de renta hipotecaria implícito  $a_{n|y}^{(m)}$ . Se supone que los pagos mensuales son iguales (cuotas + intereses) durante el período del préstamo y recuerde que

$$V_t = P_t \times a_{n|y}^{(m)}, \quad a_{n|y}^{(m)} = \frac{[1 - (1 + \frac{y}{m})^{-m \times n}]}{\frac{y}{m}} \quad (1)$$

donde  $n$  denota el vencimiento restante de la hipoteca en años,  $m$  es la frecuencia de las cuotas (por ejemplo,  $m = 12$  para pagos mensuales) y  $y$  es la tasa de interés nominal anual del préstamo. A continuación, sin renunciar a la generalidad, asumimos que para todos los países el tipo de interés nominal anual de la hipoteca

es igual a EURIBOR 12M (diciembre de 2016) más un diferencial del 2 % y estimamos el vencimiento medio restante de la hipoteca de HMR al resolver  $a_{n|y}^{(m)}$  para  $n$ ,

$$n = -\frac{\ln\left[1 - a_{n|y}^{(m)}\left(\frac{y}{m}\right)\right]}{m \times \ln\left(1 + \frac{y}{m}\right)} \quad (2)$$

Por último, estimamos la movilización acumulada de capital inmobiliario prevista a partir de los pagos mensuales de la hipoteca para los próximos  $k$  años,  $M_k$ , utilizando

$$M_k = P_t \left[ a_{n|y}^{(m)} - a_{n-k|y}^{(m)} \right] \quad (3)$$

En los países en los que el vencimiento medio estimado de la hipoteca de HMR era inferior a 10 años, supusimos que el saldo pendiente de las hipotecas de HMR estaba totalmente pagado.

En la Tabla 2 indicamos los pagos mensuales de las hipotecas de HMR, el factor de renta estimado y el plazo de préstamo residual de HMR, junto con el pago de capital previsto acumulado a 10 años a partir de las cuotas mensuales y el saldo pendiente de las hipotecas de HMR, el capital inmobiliario y la relación de ETV al final de este período. El plazo medio estimado de préstamo residual para las hipotecas de HMR de la zona euro era de 12,5 años en 2016, con valores más altos observados en Portugal (21,4 años), Países Bajos (20,2 años) y Austria (18,9 años). Los países en los que las hipotecas de HMR estaban más próximas al vencimiento eran Hungría (6,5 años), Eslovenia (8,3 años) y Letonia (8,6 años).

El pago de capital previsto acumulado a 10 años es muy significativo e indica hasta qué punto los hogares acumulan el patrimonio inmobiliario para la jubilación a través del pago de la deuda (pagos de capital regulares y a tanto alzado). La forma alternativa de acumular la riqueza inmobiliaria es a través del aumento del precio de la vivienda. Para todos los hogares de la zona euro, la estimación a diez años de la acumulación de riqueza inmobiliaria asciende a 58 900 euros, pero en países como Luxemburgo puede alcanzar un máximo de 121 900 euros. La mayor acumulación de riqueza se encuentra en países con una elevada carga de deuda mensual y un menor tiempo restante hasta el vencimiento de la hipoteca. En la mayoría de los países, el volumen de riqueza acumulada para la jubilación a partir del pago de la deuda es mucho mayor que la que surge de la acumulación de ahorros y activos financieros.

Dependiendo de la vida restante a la edad de jubilación, puede ser importante el potencial de riqueza inmobiliaria acumulada a través de la propiedad de la vivienda y los servicios de préstamos hipotecarios para aumentar los ingresos mensuales/anuales de jubilación. La magnitud de estos flujos de ingresos adicionales depende de factores de renta de cohorte específicos de cada grupo, ya que la longevidad es heterogénea por grupo socioeconómico y en las tablas de vida de períodos tradicionales se subestiman las perspectivas de longevidad futura (Ayuso, Bravo y Holzmann, 2017a,b, 2019).

Tabla 2: Flujos del ciclo de vida: con consumo de coberturas médicas atrasado

País/unidad	Pagos de hipotecas de HMR (flujo) Euros/mes	Factor de renta	Plazo residual del préstamo Años	Previsión a 10 años			
				10 mill.	Saldo pendiente de las hipotecas de HMR	Capital inmobiliario	ETV
				1000 EUR	1000 EUR	1000 EUR	%
<b>Zona euro</b>	563,5	134,0	12,5	58,9	16,6	187,8	91,9%
<b>BE</b>	660,8	119,7	11,0	71,0	8,1	262,3	97,0%
<b>DE</b>	596,7	123,8	11,5	63,6	10,3	221,1	95,6%
<b>EE</b>	209,8	131,6	12,3	22,0	5,6	63,6	92,0%
<b>IE</b>	800,0	161,3	15,5	79,2	49,8	140,1	73,8%
<b>GR</b>	330,8	106,4	9,7	35,2	0,0	82,0	100,0%
<b>ES</b>	450,0	152,4	14,5	45,4	23,2	161,4	87,4%
<b>FR</b>	778,0	108,2	9,9	84,2	0,0	214,8	100,0%
<b>TI</b>	500,0	130,0	12,1	52,7	12,3	202,9	94,3%
<b>CY</b>	881,0	110,9	10,1	96,2	1,5	228,7	99,4%
<b>LV</b>	220,0	95,5	8,6	21,0	0,0	30,3	100,0%
<b>LU</b>	1217,8	156,0	14,9	121,9	68,1	579,8	89,5%
<b>HU</b>	146,4	73,8	6,5	10,8	0,0	37,0	100,0%
<b>MT</b>	368,0	148,4	14,0	37,4	17,2	194,2	91,9%
<b>NL</b>	655,3	202,7	20,2	59,4	73,4	170,5	69,9%
<b>AT</b>	313,0	191,4	18,9	29,1	30,8	257,9	89,3%
<b>PL</b>	215,1	111,6	10,2	23,5	0,5	86,9	99,4%
<b>PT</b>	300,0	212,3	21,4	26,6	37,1	71,3	65,8%
<b>SI</b>	330,0	92,1	8,3	30,4	0,0	105,8	100,0%
<b>SK</b>	183,6	114,4	10,5	19,9	1,1	58,8	98,2%
<b>FI</b>	543,0	137,0	12,8	56,4	18,0	169,5	90,4%

Fuente: Cálculos propios a partir de la Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (2016), datos de 2ª oleada.

### 3. Gestión y acceso a la riqueza inmobiliaria: una tipología de sistemas de movilización de capital

La financiación de hipotecas inversas apareció por primera vez en el Reino Unido a principios de la década de 1930 como un plan de movilización de capital inmobiliario (plan de ingresos del hogar). En EE. UU., ERS comenzó en la década de 1980 con productos de hipotecas inversas y se expandió rápidamente a otros países, en concreto, a países de habla inglesa (Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Reino Unido) adoptando definiciones y formatos alternativos. Tradicionalmente, los sistemas de movilización de capital, como la reducción de tamaño (negociación a la baja, es decir, pasar a una propiedad de menor valor) o intercambio (pasar a una propiedad no propia), exigían la venta de la vivienda para hacer frente a las necesidades de financiación actuales y futuras o, en los casos en los que había que evitar una mudanza, exigían una reestructuración mediante la obtención de una segunda hipoteca sobre la propiedad.

Aunque son relativamente simples y todavía habituales en la práctica, estos planteamientos son potencialmente ineficientes e inapropiados para acceder a la riqueza inmobiliaria con el fin de pagar los gastos de consumo periódicos o los gastos en salud, ya que conllevan costes significativos (por ejemplo, impuestos sobre la venta de propiedades, impuestos sobre la plusvalía e impuestos sobre la transmisión de la compra de una nueva vivienda), movilizan toda la riqueza disponible de una sola vez, obligan a las personas a trasladarse a otra propiedad y son inviables para las personas que necesitan cuidados en el hogar o la adaptación del mismo. La evidencia empírica muestra que las personas mayores generalmente prefieren permanecer en su hogar familiar el mayor tiempo posible. En las últimas décadas, la desregulación y la innovación financieras introdujeron nuevas y más flexibles formas de movilización de capital que permitieron a las personas retirar capital inmobiliario sin dejar de permanecer en su vivienda, por lo general añadiéndose a los saldos hipotecarios existentes, pero continuando el uso de la vivienda como deudores (Smith y Searle, 2008). Estas nuevas formas ofrecen nuevas posibilidades, pero conllevan riesgos nuevos y diferentes (por ejemplo, riesgo de tipos de interés, riesgo de inflación, riesgo del precio de la vivienda, riesgo patrimonial negativo) que deben abordarse.

En esta sección, ampliamos el análisis de Ong et al. (2013) y OCDE (2013), y esbozamos una tipología para caracterizar las diferentes formas de movilización de capital (figura 6). Distinguimos entre dos formas principales de ERS en función de si la movilización de capital es posible mientras se sigue viviendo en su casa o a través de una venta de la casa, pero podrían utilizarse otras diferencias en el diseño para distinguir entre las numerosas alternativas presentadas (por ejemplo, el momento de la movilización, el propietario de la propiedad o la cantidad de capital movilizado).

Una transacción de ERS involucra normalmente a dos contrapartes: propietarios (extractores de capital) y proveedores de efectivo (bancos, otros prestamistas hipotecarios, empresas de reversión, empresas de seguros, empresas de bienes inmuebles). Con el modelo de venta, el propietario vende su casa para movilizar el patrimonio inmobiliario, mientras que el proveedor de efectivo suele ser el comprador de la propiedad. Con la hipoteca ERS in situ, los propietarios de la vivienda simplemente retiran el capital tomando dinero prestado de una institución crediticia que genera el préstamo hipotecario mientras permanecen in situ (Ong et al., 2013).

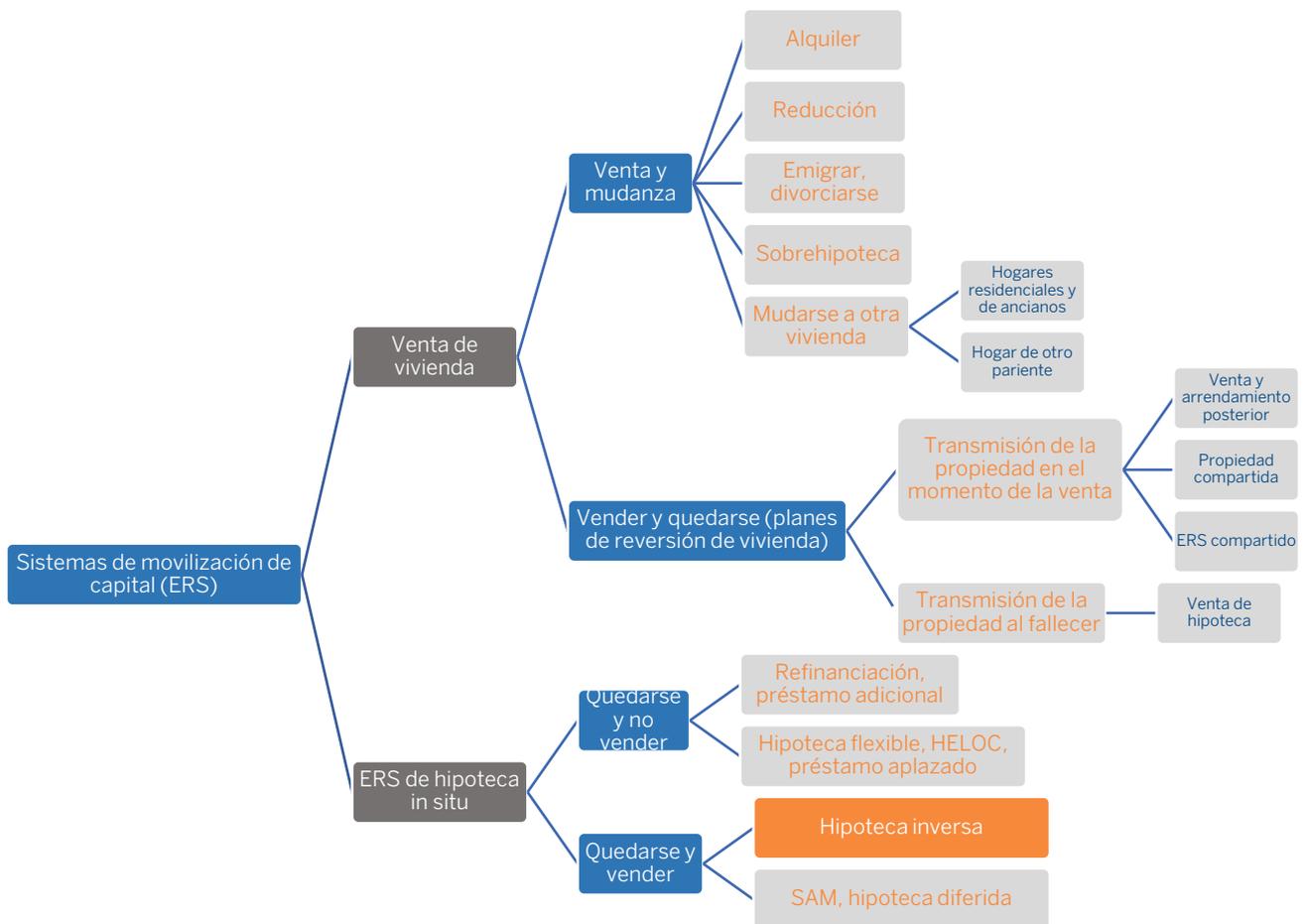
Con ERS, que implica la venta de la casa principal de la familia y la mudanza, el extractor del capital se suele mudar a otra vivienda, movilizándolo el patrimonio inmobiliario en al menos una de las cinco formas principales. En primer lugar, los propietarios extraen dinero en efectivo al mudarse de una casa ocupada por el propietario a una vivienda de alquiler. En este caso, el importe neto del capital movilizado equivale al capital almacenado en la vivienda (precio de venta bruto de la vivienda, neto de deuda pendiente, impuestos y costes de la transacción). En segundo lugar, un propietario puede cambiar la propiedad de su vivienda por otra menos costosa, por ejemplo, una casa que tenga menos espacio o menos dormitorios, o mudarse a una zona residencial menos costosa (por

ejemplo, al campo o al extranjero). Este proceso de extracción del capital inmobiliario se suele denominar reducción. El importe del capital movilizado a través de la reducción es igual a la diferencia entre el capital acumulado en la casa vendida y el capital almacenado en la nueva casa (precio de compra neto de la deuda garantizada contra ella).

En tercer lugar, los propietarios pueden usar el capital acumulado en la casa para comprar otra más cara. En este caso, puede existir la movilización de capital si el propietario formaliza un nuevo préstamo de más capital para financiar la compra de la casa más cara, es decir, si prefiere mantener menos capital inmobiliario después de la mudanza. Este proceso de extracción del capital inmobiliario se denomina sobrehipoteca. El importe neto del capital liberado a través de una sobrehipoteca es igual a la diferencia, si es positiva, entre el capital inmobiliario de la hipoteca y el capital inmobiliario después de la hipoteca.

En cuarto lugar, los propietarios pueden vender sus casas y mudarse a otra vivienda (ocupada o alquilada por el propietario) como resultado del divorcio o la emigración. En el caso del divorcio, la cantidad neta de capital movilizada puede ser a menudo negativa como consecuencia del proceso de división de los bienes del hogar.

Figura 6. Tipología de los sistemas de movilización de capital



Fuente: Composición propia basada en Ong et al. (2013), OCDE (2013) y French et al. (2017), con añadidos del autor..

Por último, los propietarios pueden vender sus casas y mudarse a una casa ajena y optar por no comprar una casa nueva. Dos opciones principales parecen surgir aquí. Una de ellas consiste en transferir el capital inmobiliario por herencia y mudarse a la casa de un pariente, por ejemplo, con sus hijos o nietos. Otro, más probable a edades avanzadas, implica mudarse a un hogar de cuidado residencial o a un asilo de ancianos. La cantidad neta de capital movilizado por la mudanza a una casa ajena es igual al valor de la plusvalía de la vivienda antes de la mudanza. Las soluciones alternativas que implican el traslado de niños a su propio hogar en un sistema de propiedad compartida también son posibles, pero es más probable que estén en la categoría de sistemas de movilización de capital de «vender y quedarse» y generarán una menor movilización de capital.

En ERS, que implica la venta de la vivienda familiar principal y la permanencia, el extractor de capital vende la totalidad o parte de su vivienda, cobrando una cantidad que suele ser inferior al 100 % del valor de mercado de la vivienda, pero se les concede el derecho a seguir viviendo allí después de que se haya producido la venta o se desocupe voluntariamente la vivienda. La «seguridad de tenencia» da al vendedor el derecho a vivir en la casa de por vida. En el precio al que se vende la propiedad se tiene en cuenta una serie de variables que incluyen la esperanza de vida (individual o conjunta) del propietario, una tasa de descuento, la apreciación y la volatilidad previstas del precio de la vivienda, los costes de mantenimiento y el seguro, entre otros. El extractor de capital puede recibir una renta, un importe global o una mezcla de ambos a través de retiradas programadas, a menudo con un tratamiento fiscal preferencial. Aunque la empresa de reversión de vivienda es propietaria de la vivienda, no se paga alquiler y, como no es un préstamo, no hay pagos de capital ni cargos por intereses.

Las opciones de «vender y quedarse» se llevan a cabo normalmente a través de planes de reversión de vivienda (Ong et al., 2013). Hay dos tipos principales de productos que suelen estar incluidos en el plan de reversión de vivienda: (i) la propiedad pasa al proveedor de efectivo al momento de la venta de la propiedad y (ii) la propiedad pasa al proveedor de efectivo en el momento de la muerte del propietario o en el momento en que este desocupa voluntariamente la casa. En el modelo de venta y arrendamiento posterior, un propietario normalmente vende toda su propiedad a cambio de un contrato de arrendamiento de por vida. De este modo, la propiedad de la propiedad pasa totalmente al proveedor de efectivo en el momento de la venta de la propiedad.

En el modelo de ERS compartido, un propietario normalmente vende parte de su propiedad a cambio de un contrato de arrendamiento de por vida, que puede ser incremental. El título de propiedad pasa parcialmente al proveedor de efectivo en el momento de la venta. Estos sistemas de patrimonio compartido (en inglés también se denominan «staircasing down») implican que el propietario original alquila partes cada vez mayores de la vivienda a medida que pasa el tiempo (Monk y Whitehead, 2010). Si el propietario inicialmente vendió menos del 100 % de la vivienda, tiene derecho a recibir el valor restante cuando se marche de la propiedad. En el modelo de propiedad compartida, un propietario transfiere parte del patrimonio inmobiliario por herencia a un pariente, pero continúa viviendo allí después de efectuarse la venta, en ocasiones, con parientes. En el modelo de venta e hipoteca, el propietario vende un porcentaje de la propiedad a una empresa de reversión y toma una hipoteca (en el sentido de deudor) avalada por la propiedad, por lo que retiene el título de la propiedad.

En los planes de reversión inmobiliaria, el nuevo propietario (o copropietario) puede ser la propia empresa de reversión o un inversor (una empresa o un particular), en cuyo caso la empresa de reversión actúa como intermediario. El importe neto del capital movilizado a través de los planes de reversión inmobiliaria suele ser mayor en el modelo de venta y arrendamiento posterior que en los modelos de ERS compartido o de propiedad compartida.

Los productos ERS hipotecarios in situ surgieron a principios de este siglo apoyados por unas tasas de interés históricamente bajas y precios de la vivienda en aumento. Normalmente hay dos tipos principales de productos en esta categoría: (i) la propiedad no se transfiere al proveedor de efectivo y (ii) la propiedad pasa al proveedor de efectivo al final de la vida del contrato. En el modelo «Quedarse y no vender» existen varios planes de ERS, algunos de los cuales incluyen la refinanciación de una hipoteca existente para movilizar patrimonio inmobiliario adicional y otros se llevan a cabo, por ejemplo, a través de una segunda hipoteca sobre la garantía primaria (la

vivienda). Al contrario de lo que ocurre con los planes de reversión de vivienda, en estos préstamos el reembolso periódico comienza al inicio del contrato (OCDE, 2013).

Más recientemente, planes innovadores como hipotecas flexibles, préstamos garantizados que funcionan como una línea de descubierto que permite al prestatario añadirla a su hipoteca sin tener que someterse a un nuevo proceso de solicitud con la posibilidad de reembolso flexible (por ejemplo, mediante el reembolso anticipado del préstamo, sobrepagos, inyecciones de pagos únicos, pagos insuficientes o exoneraciones de pago) y proporcionar al prestatario propietario acceso a su patrimonio inmobiliario hasta cierto límite acordado, ganaron popularidad en países como Australia y Reino Unido (Smith et al., 2002).

Otras opciones incluyen la línea de crédito del patrimonio inmobiliario (HELOC), por la cual los propietarios pueden utilizar una línea de crédito para pedir fondos prestados hasta una cantidad máxima dentro de un período acordado utilizando la vivienda principal como garantía, y varios tipos de préstamos diferidos, que permiten la movilización del capital inmobiliario mediante el aplazamiento de la amortización del préstamo (intereses o capital) hasta una fecha posterior, lo que se suma al saldo pendiente del préstamo hipotecario.

En el modelo «Quedarse y vender», el principal tipo de sistema de movilización de capital se llama hipoteca inversa (también denominada hipoteca vitalicia, hipotecas inversas de renta o planes de ingresos de vivienda). En el caso de las hipotecas inversas, el proveedor le presta dinero al propietario y se hace cargo de la hipoteca sobre su propiedad. Los pagos se pueden hacer como un importe único (para satisfacer las necesidades financieras de los jubilados), como una fuente de ingresos (de por vida o por un período fijo) para complementar otras prestaciones de la pensión o, con menor frecuencia, como una línea de crédito. Normalmente, el prestatario debe ser mayor de cierta edad y la relación de préstamo-valor (cantidad máxima que se puede pedir prestada) aumenta con la edad. Por lo general, las hipotecas inversas no requieren ningún pago durante el contrato, es decir, durante la vida del propietario. El préstamo se reembolsa con el producto de la venta de la propiedad cuando el propietario u ocupante muere o si se muda (por ejemplo, a un centro de asistencia), aunque el cliente puede reembolsarlo antes por otros motivos. En este caso, el proveedor de efectivo cobra los cargos por pago anticipado.

Las hipotecas inversas suelen ofrecer cuatro garantías al prestatario (Philips y Gwin, 1993): (i) garantía de residencia, el propietario puede permanecer en la propiedad hasta la muerte, independientemente del saldo del préstamo; (ii) garantía de pago, no hay obligación de pago hasta que el propietario fallezca o venda la vivienda; (iii) garantía sin derecho de devolución, los demás activos del propietario no se pueden utilizar para pagar el préstamo, es decir, el reembolso final del prestatario limitado al valor realizado de la propiedad hipotecada; (iv) garantía de ingresos, la ayuda asistencial se mantiene mientras el propietario esté en la vivienda.

La hipoteca puede adoptar muchas formas dependiendo del modo en que se hacen los pagos de intereses y cuándo se pagan (FSA, 2005): (i) un plan de ingresos de la vivienda; (ii) una hipoteca de solo interés; (iii) una hipoteca acumulada (el interés se añade al préstamo periódicamente); (iv) una hipoteca de pago fijo o (v) hipotecas vitalicias mejoradas.

- En **los planes de ingresos de la vivienda**, los propietarios obtienen un préstamo garantizado por el valor de la vivienda a cambio de un importe único en efectivo. Pueden pedir prestada una suma de dinero hasta una relación máxima de préstamo a valor (MLTV) definida por el proveedor de efectivo dependiendo de su edad (y de la edad de la pareja, si procede). El importe se utiliza para comprar una renta fija tradicional de una compañía de seguros o de un proveedor de rentas. Los beneficios de la renta se utilizan para pagar los intereses de la hipoteca y los gastos regulares de jubilación. El importe prestado originalmente solo se paga cuando se vende la vivienda.
- A diferencia de los planes de ingresos de la vivienda que son sistemas híbridos de movilización de capital que utilizan una combinación de hipoteca vitalicia y una renta, **las hipotecas de solo interés** requieren que solo

se pague mensualmente el interés cobrado por el prestamista. El préstamo está garantizado por el valor de la vivienda y solo se paga finalmente cuando se vende la vivienda.

- En **las hipotecas acumuladas**, los propietarios obtienen un préstamo garantizado por el valor de la vivienda como ingreso regular o un importe único en efectivo, pero no están obligados a pagar los intereses del préstamo hasta que se venda la vivienda. En consecuencia, se suman intereses a la deuda pendiente del préstamo. Debido a esto, el importe del capital movilizado a través de esta opción tiende a ser relativamente pequeño, y es más pequeño cuando propietario es más joven. Una variante de esta hipoteca acumulada se denomina **hipoteca de disposición** y se diferencia en que, en lugar de tomar la cantidad prestada como un importe único global, los prestatarios retiran cantidades más pequeñas de manera periódica (por ejemplo, mensualmente) en función de su edad y el valor de su propiedad al inicio del plan. Algunos tipos de planes ofrecen flexibilidad adicional al proporcionar una facilidad de reserva de efectivo que se puede utilizar cuando sea necesario para pagar gastos imprevistos. En comparación con el caso en el que el prestamista toma un importe único al inicio del contrato, en este caso la deuda pendiente crece lentamente ya que el prestamista retira cantidades más pequeñas de manera periódica, lo que acaba generando mayores ingresos de jubilación en comparación con los planes de ingresos de la vivienda.
- **Las hipotecas de pago fijo vitalicias** se diferencian de las opciones anteriores en el hecho de que, en lugar de cobrar intereses sobre el préstamo, el prestatario se compromete a pagar al prestamista una suma fija más alta que la cantidad prestada cuando se venda la vivienda.
- **Las hipotecas vitalicias mejoradas** (también conocidas como hipotecas vitalicias «deterioradas») se diferencian de las hipotecas vitalicias estándar en el hecho de que si la salud y el estilo de vida del propietario se evalúan como relativamente deficientes, los términos de movilización de capital se mejoran al ofrecer tipos de interés reducidos o al aumentar importe total máximo que se puede movilizar.

Para la mayoría de las hipotecas inversas, el tipo de interés es fijo de por vida al comienzo del préstamo. Lo mismo se aplica a los planes de ingresos de la vivienda. En el caso particular de los planes de disposición, se aplica el tipo fijo vigente en el momento de cada anticipo. Las hipotecas inversas de interés variable suelen estar vinculadas al tipo de interés variable estándar del prestamista. La mayoría de los sistemas de movilización de capital incluyen una característica de «garantía de patrimonio no negativo» (NNEG) a través de la cual el proveedor de efectivo garantiza al prestatario que el importe del rescate de la hipoteca se limitará al menor entre el importe nominal de la hipoteca y el producto neto de la venta de la vivienda, lo que significa que nunca se deberá más que el valor de la propiedad (Hosty et al., 2008). La probabilidad de que surjan reclamaciones de patrimonio negativo aumenta si los prestatarios viven sistemáticamente más tiempo del previsto al inicio del contrato.

Los productos alternativos incluyen planes de reversión de vivienda con la **hipoteca de apreciación compartida** (SAM), por la cual el proveedor de efectivo (prestamista) se compromete a aceptar parte o la totalidad de los pagos del préstamo como una parte del aumento del valor (la apreciación) de la propiedad. El prestamista y el prestatario acuerdan el importe del interés contingente, es decir, el importe porcentual del valor apreciado que se deberá pagar en la venta de la propiedad. A cambio de esta compensación adicional, el proveedor de efectivo se compromete a cobrar por el préstamo un tipo de interés inferior al vigente en el mercado. Las SAM comparten el riesgo del precio de la vivienda entre el prestatario y el proveedor de efectivo y en un escenario de apreciación del mercado tienen el potencial de movilizar viviendas adicionales en relación con las hipotecas inversas estándar. La cantidad de capital retirado antes de la liquidación de impuestos u otros costes en hipotecas inversas suele ser menos del 100 % del valor de la propiedad. Por último, en algunos casos es posible efectuar cargos por la vivienda para que los costes y gastos se acumulen por el valor de la propiedad.

Aunque hay diferentes maneras en las que los propietarios pueden movilizar su riqueza inmobiliaria, los acuerdos más comunes en el mercado son las hipotecas inversas y los planes de reversión de vivienda. En la tabla 3 se resumen las principales diferencias de diseño, ventajas e inconvenientes de estos dos acuerdos.

Podemos observar que las hipotecas inversas y los planes de reversión de vivienda implican formas alternativas de implementación y propiedad de la vivienda, la probabilidad de transferencia de la responsabilidad del mantenimiento de la propiedad, el intercambio de flujos de efectivo en diferentes períodos, planteamientos comunes y divergentes de la longevidad, la inflación, la herencia, la liquidez, el riesgo moral, la selección adversa y los riesgos de litigio. Existen varias vías alternativas (y a veces complementarias) por las que los hogares pueden movilizar su riqueza inmobiliaria a lo largo del ciclo de vida. La opción preferida depende de la situación personal del propietario (por ejemplo, las necesidades específicas de la edad, la situación de salud, el apego psicológico a la vivienda, el consumo y el control del uso de la vivienda, los motivos de herencia, los motivos de la red de seguridad y protección, las transferencias inter vivos) y el contexto (por ejemplo, el valor de mercado de la vivienda, la situación del mercado de la vivienda y la plusvalía acumulada, la importancia del motivo de la inversión, la disponibilidad de productos financieros adecuados). Los ciclos de vida de la familia hoy en día son mucho más complejos que en el pasado, con patrones, a menudo interrumpidos, de acumulación de activos (por ejemplo, debido al divorcio, la herencia de propiedades, el fraude/robo, la necesidad de ayudar a un familiar o las crisis de gasto) que exigen una mayor flexibilidad para acceder a la riqueza inmobiliaria a lo largo del ciclo de vida.

De lo expuesto también está claro que el desbloqueo del patrimonio inmobiliario no implica automáticamente la existencia de un producto financiero como una hipoteca inversa o un plan de reversión de la vivienda. Por ejemplo, para quienes viven en una casa grande, el cambio de vivienda y la mudanza a otra más pequeña ocupada por el propietario es una opción clara que ofrece a los individuos la posibilidad de vivir sin pagar alquiler en una vivienda ocupada por el propietario sin depender de una institución financiera. En los ERS intervienen diversas partes interesadas, incluidos los hogares, los proveedores, las autoridades reguladoras responsables de la supervisión de los mercados financieros, las instituciones financieras, los intermediarios financieros y el estado.

Tabla 3: Principales diferencias en el diseño de los ERS y características de riesgo

	Hipotecas inversas	Planes de reversión de vivienda
<b>Momento de la venta de la vivienda</b>	Fin del contrato	Inicio de la relación contractual
<b>Propietario del inmueble</b>	Consumidor	Proveedor solamente (para la venta total); consumidor y proveedor (para la venta parcial)
<b>Mantenimiento de la propiedad</b>	Consumidor	Proveedor (cuando no es transferible y se transfiere al inquilino)
<b>Riesgo de ruptura (NNEG)</b>	Sí	No
<b>Ganancia del aumento de los precios de la vivienda</b>	Consumidor	Proveedor solamente (para la venta total); consumidor y proveedor (para la venta parcial)
<b>Pérdida por la caída de los precios de la vivienda</b>	El consumidor pero también el proveedor si se activa la NNEG	Proveedor solamente (para la venta total); consumidor y proveedor (para la venta parcial)
<b>Pago del principal</b>	Posible con penalizaciones	Ninguno
<b>Pagos de intereses vencidos</b>	Posible en planes de ingresos de la vivienda e hipotecas de solo interés	No
<b>Pagos de capital adeudados</b>	No	No
<b>Proveedor de efectivo</b>	Bancos y otros prestamistas hipotecarios	Seguro, empresa de reversión, otro proveedor
<b>Porcentaje de patrimonio movilizado</b>	Normalmente menos del 100 %	Normalmente el 100 %
<b>Obligación de realizar reparaciones y mantenimiento</b>	Normalmente sí	Normalmente sí
<b>Consecuencias del impago y de la insolvencia</b>	Ejecución hipotecaria, pérdida de la propiedad y bancarrota personal	Posible
<b>Motivos de la rescisión</b>	Seguro de propiedad inadecuado, vacante de propiedad, fraude o tergiversación, ocupación no autorizada, pagos atrasados, venta no autorizada y quiebra	Seguro de propiedad inadecuado, vacante de propiedad, fraude o tergiversación, ocupación no autorizada, pagos atrasados, venta no autorizada y quiebra
<b>Portabilidad de los productos</b>	Posible	Posible
<b>Derecho al superávit tras la devolución</b>	Beneficiario designado por el consumidor	Proveedor solamente (para la venta total); consumidor y proveedor (para la venta parcial)
<b>Protección de riesgo de longevidad</b>	Sí	Sí
<b>Protección del riesgo de la inversión</b>	No	No
<b>Protección contra el riesgo de inflación</b>	No	No
<b>Provisión de herencia</b>	Posible	Posible
<b>Provisión de liquidez</b>	Limitado	No
<b>Incentivos fiscales</b>	Sí	No
<b>Inmueble adaptado a las necesidades de la vejez</b>	No necesariamente	No necesariamente
<b>Protección contra el riesgo de la dependencia</b>	No	No
<b>Riesgo de antiselección</b>	Sí	Sí
<b>Riesgo de daño moral</b>	Sí	Sí
<b>Riesgo de litigio</b>	Sí	No

Fuente: Composición propia basada en Reifner et al. (2009), con añadidos del autor. Notas: NNEG = Garantía de patrimonio no negativo.

## 4. Obstáculos y retos para el desarrollo de los sistemas de movilización de capital

Como se ha señalado anteriormente en este documento, la viabilidad y el potencial de los sistemas de movilización de patrimonio inmobiliario para complementar la renta de jubilación son elevados, pero están distribuidos por desigual en los estados miembros de la UE. El mercado de los sistemas de movilización de capital está bien desarrollado en algunos países (por ejemplo, Reino Unido, Estados Unidos y Australia), pero es inexistente en la mayoría de los países del mundo (Reifner, 2009). La función real y potencial de los sistemas de movilización de capital para complementar los ingresos de jubilación depende no solo de los factores del mercado de la demanda y la oferta, sino también de los esfuerzos de regulación y de las intervenciones de las políticas públicas. En esta sección destacamos brevemente las principales barreras que se deben superar para crear un mercado justo, eficiente, transparente y competitivo para los ERS.

### 4.1. Obstáculos y retos en la demanda

En la demanda, los principales retos para el desarrollo de los sistemas ERS en el nivel de renta media clave incluyen: (i) actitudes normativas hacia la herencia; (ii) hacia la provisión financiera para la jubilación; (iii) hacia la responsabilidad de la provisión financiera durante la jubilación; (iv) barreras culturales y psicológicas; (v) aspiraciones relacionadas con la propiedad de HMR; (vi) bajos niveles de educación financiera, la función de la propiedad y la deuda en la riqueza de los hogares; y (vii) aversión al riesgo y percepción de la mala relación calidad-precio, así como los incentivos y desincentivos que se presentan por las prestaciones en función de la renta:

- (i) **Actitudes normativas hacia la herencia:** en muchos países europeos existen sólidas orientaciones normativas para considerar la HMR como un activo familiar que se transmite de generación en generación. Como resultado de los motivos de la herencia, existe cierta reticencia a considerar el ERS como una opción válida, ya que en los modelos de préstamo y venta de los sistemas de movilización de capital, se reduce el volumen de la herencia que los hogares pueden dejar a sus descendientes. La importancia del motivo de la herencia como limitación de la demanda del ERS es probable que sea más débil para las familias que no tienen hijos ni herederos, o que no tienen una relación estrecha con ellos. En los casos en los que los hijos o nietos no necesiten una herencia sustancial porque están acomodados económicamente, o en el ERS que da a los herederos la opción de pagar la hipoteca. En otros casos, los hijos preferirían una herencia anticipada, es decir, tener parte de su riqueza heredada en la actualidad en lugar de esperar la muerte de los ascendientes, algo que puede determinar el tipo de ERS elegido.
- (ii) **Actitudes normativas hacia la adopción de disposiciones financieras para la jubilación:** los hogares pueden contemplar de manera diferente la propiedad de la vivienda como una forma adecuada de adoptar disposiciones financieras para la jubilación, dados sus riesgos, el rendimiento previsto y la iliquidez, en concreto cuando se comparan con otros activos de pensiones (financieros). Cuanto más profundas sean las aspiraciones de adquirir y poseer las HMR durante la vida laboral, mayor será la viabilidad de los ERS.
- (iii) **Actitudes normativas hacia la responsabilidad de la provisión financiera en la jubilación:** la forma en que los hogares se plantean su función para garantizar la independencia financiera en la jubilación tiene un impacto significativo en la demanda de ERS. Si los propietarios consideran que no deberían tener que utilizar el capital de sus viviendas para aumentar los ingresos de jubilación y pagar, por ejemplo, los gastos de atención sanitaria o de cuidados a largo plazo, si creen que la movilización del capital inmobiliario es una solución de último recurso o si son reacios a gastar su propio dinero (en comparación, por ejemplo, a utilizar subsidios o asignaciones gubernamentales), se espera que la demanda de ERS sea baja. Por el contrario, si

los individuos creen que la responsabilidad de la seguridad financiera en la jubilación debe recaer principalmente en el individuo, o que deben beneficiarse del dinero, el tiempo y el esfuerzo invertidos durante décadas en sus hogares, existe una demanda potencial de ERS.

- (iv) **Preferencias culturales:** las preferencias con respecto a la prestación de servicios de vivienda (alquiler, propiedad o reparto), la movilidad (estancia o traslado), la movilización de capital (venta o apalancamiento) y las disposiciones intergeneracionales (vitalicias, a la muerte, en su totalidad, parciales o en absoluto) tienen un impacto en el potencial apetito de los hogares por las soluciones de ERS y en el atractivo general del mercado (Hoekstra et al., 2018).
- (v) **Actitudes normativas hacia la función de la propiedad y la deuda:** en la medida en que los hogares contemplan y mantienen la propiedad residencial como un bien de consumo, un lugar para vivir y disfrutar de los servicios de vivienda, y minimizan la función de inversión de la vivienda, hay poco espacio para los ERS. De manera similar, los propietarios pasan una parte importante de su vida laboral pagando una hipoteca negociada para convertirse en propietarios. Para ellos, pagar la hipoteca es un hito clave. Por lo tanto, se puede considerar que los sistemas de movilización de capital devuelven el hogar a un contrato hipotecado (Williams, 2012). Cuanto mayor sea la reticencia para adquirir cualquier tipo de deuda, menor será el potencial de mercado para el desarrollo de ERS.
- (vi) **Problemas de educación financiera:** en muchos países, todavía hay una falta de conocimiento y errores y falacias importantes sobre los productos de ERS. En la medida en que estos problemas persistan y no haya campañas públicas y privadas para aumentar el conocimiento de los ERS, la demanda del mercado será baja. Dada la complejidad de los productos financieros en cuestión, que exigen un nivel considerable de conocimientos financieros por parte de los consumidores, se necesita una información más transparente y objetiva sobre los ERS, un margen importante para el asesoramiento financiero independiente regulado y una intervención reguladora microprudencial y de comportamiento adecuada, pero también para las iniciativas públicas, en concreto, adaptadas a las necesidades de las personas mayores.
- (vii) **Consideraciones sobre la relación calidad-precio y el riesgo:** en muchos mercados existe la percepción habitual de que los ERS no son ofertas con una buena relación calidad-precio, que reducen considerablemente el valor de mercado de la vivienda al ofrecer contratos de préstamo a valor (LTV) bajos, que no se confía en los productos y proveedores de ERS, y que no existe una protección adecuada del consumidor. Los bajos ratios de LTV son consecuencia de la naturaleza del contrato (en los sistemas de reversión de vivienda, descuentan la ausencia de pago de alquiler al proveedor; en el caso de las hipotecas vitalicias, reflejan los intereses que se acumulan a lo largo de la vida del préstamo y la garantía de patrimonio no negativo) y los costes de transacción. La magnitud de los costes de transacción y las consideraciones fiscales también reducen el atractivo de los productos de ERS. Por último, también son importantes las consideraciones de aversión al riesgo (los ERS son contratos desconocidos y con visión de futuro) y la preocupación por perder el control de su vivienda frente al proveedor de ERS si los hogares no cumplen con los términos y condiciones del contrato o como resultado de operaciones fraudulentas.

## 4.2. Obstáculos y retos en la oferta

En la oferta, las principales preocupaciones están relacionadas con los riesgos a los que se enfrentan los proveedores de hipotecas vitalicias y de reversión de vivienda y otros riesgos, el desarrollo de productos y los precios, la existencia de una provisión suficiente de capital, las cuestiones reglamentarias, las intervenciones del estado, el tamaño y la dinámica del mercado, el desarrollo del mercado hipotecario, los incentivos fiscales vinculados a la propiedad inmobiliaria y las políticas favorables para la acumulación y el uso de activos inmobiliarios.

- (i) **Riesgos a los que se enfrentan los proveedores de hipotecas vitalicias y de reversión de vivienda:** por lo general, las hipotecas vitalicias no requieren que los propietarios o prestatarios efectúen pagos periódicos de capital, de intereses y de otro tipo incluyen una garantía de patrimonio no negativo (NNEG). Por lo tanto, el saldo pendiente del préstamo aumenta durante la vida útil del propietario y el proveedor obtiene el reembolso con la venta de la vivienda cuando el prestatario muere o se muda a un asilo. En la medida en que el producto de la venta de la vivienda no cubra el préstamo acumulado pendiente, el proveedor pierde dinero con el contrato. El riesgo de una longevidad superior a la prevista y el riesgo del precio de la vivienda y del tipo de interés determinan la probabilidad de activación de la NNEG, pero el riesgo moral y la selección adversa también son importantes, ya que el prestatario es responsable de mantener la propiedad hasta el vencimiento del contrato y hay pocos incentivos para que lo haga, lo que aumenta el riesgo de la depreciación del precio de la vivienda. Los proveedores de ERS gestionan estos riesgos ofreciendo a los clientes ratios LTV prudentes y cobrando tipos de interés más altos. Una solución defendida para reducir el impacto de la NNEG en el precio de los productos es a través de subsidios gubernamentales, siguiendo la experiencia de Estados Unidos de contratos de hipotecas inversas administradas por el gobierno en los que una agencia gubernamental protege a los proveedores frente a la NNEG (Al-Umaray et al., 2017).<sup>4</sup>

Del mismo modo, para los proveedores de reversión de vivienda, los principales riesgos son el riesgo moral (vinculado al mantenimiento de la vivienda por parte del propietario/vendedor) y la depreciación del precio de la vivienda (los ingresos de la venta de la vivienda se comparten entre el proveedor y los beneficiarios del propietario). Los proveedores de ERS también están expuestos a otros riesgos, como el riesgo de reputación, el riesgo de una absorción insuficiente de productos que impida la agrupación de riesgos operativos, los riesgos normativos (por ejemplo, Solvencia II) y las restricciones de capital. Por ejemplo, en muchos países (como España y Portugal) los bancos se vieron muy afectados durante la crisis debido a una exposición significativa al mercado inmobiliario. Esto les hace rechazar muchos productos de este tipo hasta la fecha (la experiencia no fue buena cuando tenían muchas propiedades en sus balances con precios que habían caído debido a la mala situación financiera del país). Además, los proveedores de ERS también están expuestos a riesgos operativos (por ejemplo, administración de clientes, fraude, riesgos de dilapidación, cuestiones legales y normativa), riesgos de modelado, riesgos de reputación (por ejemplo, como resultado de prácticas de venta erróneas al tratar con grupos de mayor edad y vulnerables), riesgos de distribución y eventos familiares y laborales.

- (ii) **Restricciones de requisitos normativos y de capital:** tradicionalmente, una parte importante de la financiación de los ERS procede directamente de las empresas de seguros de vida y de los proveedores de rentas (los productos hipotecarios vitalicias actúan como cobertura natural de su flujo de caja de pasivo a largo plazo) o de terceros externos, como reaseguradoras, fondos de pensiones y gestores de fondos. Con la introducción del régimen de Solvencia II, los requisitos de capital para los ERS han aumentado, ya que el régimen considera que las inversiones en dichos activos son «demasiado arriesgadas», lo que reduce la disponibilidad de financiación. Es probable que la falta de capital disponible para los proveedores de ERS reduzca el máximo de LTV que se ofrece como importe de préstamo e innovación de productos (Al-Umaray et al., 2017).

---

<sup>4</sup> Además de asegurar frente a la NNEG, desde el punto de vista de los proveedores, las intervenciones políticas interesantes para facilitar el desarrollo de los mercados de ERS incluyen la oferta de desgravaciones fiscales para el pago de los contratos a los proveedores, la provisión de alojamiento adecuado en las zonas urbanas que permita una forma de inversión colectiva que implique a los hogares y a los proveedores, la provisión de mecanismos que faciliten las transferencias intergeneracionales a la vez que salvaguardan el capital de los proveedores, la estandarización de los productos a nivel internacional, la promoción de la educación financiera, las garantías del estado, la regulación o la supervisión de los mercados, y la simplificación del marco legal (Hoekstra et al., 2018).

## 5. Comentarios finales

En este documento examinamos el potencial de la riqueza inmobiliaria para complementar los ingresos de la jubilación. Esto se produce en un contexto de mayor longevidad, problemas de sostenibilidad en los sistemas tradicionales de seguridad social de reparto, reformas de las pensiones públicas impulsadas por el sistema fiscal que generaron problemas de adecuación y pobreza, ahorros financieros privados insuficientes y rupturas en el apoyo familiar tradicional a la vejez como resultado de los cambios demográficos. En el mundo desarrollado, la principal forma en que los hogares generan reservas para la vejez es crear riqueza inmobiliaria mediante la propiedad de la vivienda y el pago de la hipoteca.

Las pensiones personales y la propiedad privada de la vivienda son los dos principales activos que los individuos tienen para financiar el consumo de la jubilación en un planteamiento del bienestar basado en activos. Ambos implican decisiones de ahorro e inversión a largo plazo durante el ciclo de vida; sin embargo, están motivados por objetivos potencialmente competitivos y generan diferentes opciones y resultados en la vejez. Junto con los impuestos, los recursos necesarios para pagar una vivienda actúan como un fuerte desincentivo para financiar la seguridad social y el bienestar de los hogares de ingresos medios. Por lo tanto, es fundamental coordinar e integrar los objetivos y los incentivos para ambas decisiones de inversión.

En este documento investigamos la necesidad y la viabilidad de los planes de movilización de capital inmobiliario para mejorar los ingresos de jubilación y reducir la pobreza en la vejez. Analizamos la composición de la riqueza del hogar y el proceso de acumulación en la zona euro y llegamos a la conclusión de que la acumulación del patrimonio inmobiliario a través de la propiedad de la vivienda es cada vez más la opción preferida para acumular activos a lo largo del ciclo de vida. Los datos empíricos muestran que casi 4/5 de la riqueza bruta de los hogares de la zona euro está en activos inmobiliarios y que la residencia principal del hogar representa más de la mitad de la riqueza total. La propiedad de la vivienda es muy alta en todos los grupos de edad e ingresos, especialmente en los países más pobres, y aunque la propiedad de la vivienda tiene una correlación positiva con los ingresos, incluso los hogares en el quintil de ingresos más bajos tienen un alto índice de propiedad de cerca del 50 %.

Cuantificamos el volumen de la riqueza inmobiliaria en los países de la zona euro calculando la relación capital-valor y estimando el importe del patrimonio inmobiliario que puede movilizarse a lo largo de un período de 10 años a través de la gestión regular de préstamos hipotecarios. Para el conjunto de la zona euro, estimamos que la riqueza inmobiliaria neta es de casi 2/3 del valor de la vivienda (106 100 €) si tenemos en cuenta la existencia de hipotecas pendientes, aunque el valor neto de la vivienda difiere considerablemente de un país a otro. El potencial de acumulación de riqueza inmobiliaria a través del pago regular de la deuda en la próxima década también es muy importante, especialmente en países con una elevada carga de deuda mensual y un menor tiempo restante hasta el vencimiento de la hipoteca. Dependiendo de la vida restante a la edad de jubilación, puede ser importante el potencial de riqueza inmobiliaria acumulada a través de la propiedad de la vivienda y los servicios de préstamos hipotecarios para aumentar los ingresos mensuales/anuales de jubilación. Una investigación adicional debe poder calcular los factores de renta de cohorte específicos del grupo para medir en qué medida (porcentaje) la movilización del patrimonio inmobiliario contribuye a aumentar los ingresos mensuales de jubilación.

Hemos catalogado y explicado las opciones para la gestión y el acceso a la riqueza inmobiliaria a lo largo del ciclo de vida y su potencial de movilización de capital, distinguiendo entre soluciones en las que la movilización de riqueza es posible a la vez que se preserva la propiedad de la vivienda y la posibilidad de seguir viviendo en la vivienda de otros que implican la venta de la vivienda y la mudanza. Analizamos las principales características, riesgos, ventajas e inconvenientes de los dos productos más importantes del mercado actual: los planes de reversión de vivienda y las hipotecas inversas.

La función potencial de los esquemas de movilización de capital en la complementación de los ingresos de jubilación se ve limitada tanto por los factores del mercado de la demanda y la oferta, con cierto margen para

intervenciones normativas y de políticas públicas. Por parte de la demanda, los principales retos para el desarrollo de los sistemas ERS son el conocimiento total de las actitudes normativas de los hogares hacia la herencia, hacia el establecimiento de provisiones financieras para la jubilación o sus aspiraciones a largo plazo en relación con la propiedad de HMR, pero no se puede pasar por alto la percepción de una mala relación calidad-precio. La necesidad de aumentar los niveles de educación financiera es fundamental para el desarrollo del mercado de los ERS, junto con unos regímenes fiscales adecuados y una reducción de los costes de transacción monetarios y no monetarios. Aunque el uso de sistemas de movilización de capital está respaldado por la teoría del ciclo de vida del consumo, los estudios empíricos muestran que el comportamiento real de ahorro/desahorro antes y después de la jubilación no suele ser coherente con la hipótesis del ciclo de vida en los diferentes grupos de ingresos. Una investigación adicional debería poder determinar hasta qué punto este comportamiento se explica por la función de la propiedad de la vivienda como proveedor de servicios frente a su potencial como activo de jubilación.

Por parte de la oferta, los principales retos hacen referencia a la necesidad de abordar adecuadamente los numerosos riesgos a los que se enfrentan los proveedores de ERS, la innovación y el desarrollo de productos, la creciente dificultad para obtener fondos como resultado de los recientes cambios normativos en el sector de los seguros de vida o la importancia de los incentivos fiscales para la creación y utilización de activos inmobiliarios.

## Referencias

- Al-Umaray, K. et al. (2017). Integrating Residential Property with Private Pensions in the EU. IFF Hamburg.
- Ayuso, M., Bravo, J. M. y Holzmann, R. (2017a). On the Heterogeneity in Longevity among Socioeconomic Groups: Scope, Trends, and Implications for Earnings-Related Pension Schemes. *Global Journal of Human Social Sciences - Economía*, 17(1), 31-57.
- Ayuso, M., Bravo, J. M. y Holzmann, R. (2017b). Addressing Longevity Heterogeneity in Pension Scheme Design. *Journal of Finance and Economics*. 6(1), 1-21.
- Ayuso, M., Bravo, J. M., Holzmann, R. (2019). Getting Life Expectancy Estimates Right for Pension Policy Period versus Cohort Approach. *Journal of Pension Economics and Finance*. Próxima publicación.
- Banks, J., Blundell, R. Oldfield, Z. y Smith, J. P. (2010). Housing Price Volatility and Downsizing in Later Life. En *Research Findings in the Economics of Aging*, editado por David Wise, 337-79. Chicago: University of Chicago Press.
- Barro, R.J. y Friedman, J.W. (1977). On uncertain lifetimes. *Journal of Political Economy* 85(4), 843–849.
- Bravo, J. M. y Holzmann, R. (2014). The Payout Phase of Funded Pensions Plans: Risks and Payment Options. Instituto de Pensiones BBVA, OECD PISA Programa de Educación Financiera n.º 6/2014.
- Davidoff, T. (2010). Home Equity Commitment and Long-Term Care Insurance Demand. *Journal of Public Economics* 94 (1–2): 44–49.
- Doling, J. y Ronald, R. (2010). Home ownership and asset-based welfare. *Journal of Housing and the Built Environment*, 25(2), 165–173.
- BCE (2016). The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave. ECB Statistics Paper n.º 18, diciembre: Household Finance and Consumption Network.
- Eckardt, M. (2018). Personal Pensions and Homeownership in the EU: An Overview. en Eckardt, M., Dötsch, J. y Okruch, S. (editores). *Old-Age Provision and Homeownership – Fiscal Incentives and Other Public Policy Options*, pp. 3-26. Springer International Publishing AG.
- Comisión Europea (2018). Pension adequacy report 2018 – Current and future income adequacy in old age in the EU (Volume 1). Oficina de Publicaciones de la Unión Europea. doi:10.2767/406275
- French, D., McKillop, D. y Sharma, T. (2017). Analysis of housing equity withdrawal by its forms, CHARMS - Centre for Health Research at the Management School Working Paper Series 2017-04. Extraído el 16 de diciembre de 2018 de <https://ideas.repec.org/p/qub/charms/1704.html>
- FSA (2005). Hoja informativa de FSA: Raising money from your home. Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido.
- HFCS (2016). HFCS\_Statistical\_Tables\_Wave2.zip, disponible en: BCE (2017): Household finance and consumption network. Extraído el 1 de junio 2019, de [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher\\_hfcn.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_hfcn.en.html)

- Hoekstra, J., Elsinga, M., Haffner, M. y Dol, K. (2018). Integrating Residential Property with Private Pensions in the EU: Annex to final report 2017. IFF Hamburg.
- Holzmann, R., Ayuso, M., Alaminos, E. y Bravo, J. M. (2019). Life Cycle Saving and Dissaving across Three-tier Income Groups: Starting hypotheses, refinement through literature review, and ideas of international empirical testing. BBVA Working Paper, próxima publicación.
- Hosty, G. M., Groves, S. J., Murray, C. A. y Shah, M. (2008). Pricing and Risk Capital in the Equity Release Market. *British Actuarial Journal*, volumen 14, número 1: 41-91.
- Li, W., Yao, R. (2007). The life-cycle effects of house price changes. *Journal of Money, Credit and banking* 39, 1375-1409.
- Modigliani, F., & Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data, en Kenneth K. Kurihara, ed., *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ. Rutgers University Press. 388–436.
- Monk, S. y Whitehead, C. (2010). *Making housing more affordable: The role of intermediate tenures*, Wiley-Blackwell, Oxford, Reino Unido. doi: 10.1002/9781444327854
- Nakajima, M. y Telyukova, I. (2014). *Reverse Mortgage Loans: A Quantitative Analysis*. Working Paper No. 14-27, Departamento de Investigación, Banco de la Reserva Federal de Filadelfia.
- OECD (2013), *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing. [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2013-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2013-en)
- Ong, R., M. Haffner, G. Wood, T. Jefferson y S. Austen (2013). *Assets, Debt and the Drawdown of Housing Equity by an Ageing Population*. Positioning Overmortgage Paper, No. 153, Australian Housing and Urban Research Institute, Melbourne.
- Philips, W. y Gwin, S. (1993). Reverse mortgages. *Transactions Society of Actuaries*, Vol. XLVIV , 289-323.
- Reifner, U., Clerc-Renaud, S., Pérez-Carillo, E.F., Tiffe, A. y Knobloch, M. (2009). *Study on Equity Release Schemes in the EU – Part I: General Report*, Institut für Finanzdienstleistungen e.V., Hamburgo.
- Schelkle, W. (2012). A crisis of what? Mortgage credit markets and the social policy of promoting homeownership in the United States and in Europe. *Politics and Society*, 40, 59–80.
- Smith, S. J. y Searle, B. A. (2008). Dematerialising money? Observations on the flow of wealth from housing to other things. *Housing Studies*, 23(1), 21-43.
- Smith, S.J., Ford, J. y Munro, M. (2002). *A review of flexible mortgage*, Council of Mortgage Lenders, Londres.
- Williams, P. (2012). *Equity release – attitudes and perceptions*. en German, Lord (editores). *Making the most of equity release: perspectives from key players*. The Smith Institute, marzo.
- Yaari, M. (1965). Uncertain lifetime, life insurance, and the theory of the consumer. *Review of Economic Studies*, 32, 137–150.
- Yao R. y Zhang, H. (2005). Optimal consumption and portfolio choices with risky housing and borrowing constraints. *Review of Financial Studies*, 2005, 18(1): 197-239.

### Apéndice 1: Distribución de la tenencia de la vivienda, 2017 o el último año disponible

	Propietario (total)	Propia directa	Propietario con hipoteca	Alquiler (total)	Alquiler (precio de mercado)	Alquiler (subvencionado/gratuito)
Unión Europea	70,0%	45,3%	24,7%	30,0%	20,5%	9,5%
Zona euro	66,1%	38,8%	27,3%	33,9%	23,8%	10,2%
Bélgica	72,7%	29,8%	42,9%	27,3%	18,7%	8,6%
Bulgaria	82,9%	80,0%	2,9%	17,1%	3,0%	14,1%
Chequia	78,5%	57,8%	20,7%	21,5%	15,5%	6,0%
Dinamarca	62,2%	14,4%	47,8%	37,8%	37,7%	0,1%
Alemania	51,4%	25,7%	25,7%	48,6%	40,0%	8,6%
Estonia	81,8%	61,8%	20,0%	18,2%	4,0%	14,2%
Irlanda	69,7%	36,8%	32,9%	30,2%	13,2%	17,1%
Grecia	73,3%	57,6%	15,7%	26,7%	21,0%	5,8%
España	77,1%	47,6%	29,5%	22,9%	14,4%	8,5%
Francia	64,4%	33,5%	30,9%	35,6%	19,2%	16,4%
Croacia	90,5%	83,6%	6,9%	9,5%	1,5%	8,0%
Italia	72,4%	58,8%	13,6%	27,6%	18,0%	9,5%
Chipre	70,7%	50,9%	19,8%	29,3%	14,4%	14,9%
Letonia	81,5%	70,7%	10,8%	18,5%	7,9%	10,5%
Lituania	89,7%	78,6%	11,1%	10,3%	1,5%	8,7%
Luxemburgo	74,7%	32,0%	42,7%	25,3%	20,8%	4,5%
Hungría	85,3%	69,3%	16,0%	14,7%	5,4%	9,3%
Malta	81,9%	60,5%	21,4%	18,1%	4,6%	13,5%
Países Bajos	69,4%	8,7%	60,7%	30,6%	29,8%	0,8%
Austria	55,0%	30,7%	24,3%	45,0%	30,1%	14,9%
Polonia	84,2%	73,1%	11,1%	15,8%	4,3%	11,5%
Portugal	74,8%	37,5%	37,3%	25,3%	12,8%	12,5%
Rumanía	96,8%	95,7%	1,1%	3,2%	1,0%	2,2%
Eslovenia	75,6%	63,6%	12,0%	24,4%	5,4%	19,0%
Eslovaquia	90,1%	74,0%	16,1%	9,9%	8,5%	1,5%
Finlandia	71,4%	29,1%	42,3%	28,6%	13,4%	15,2%
Suecia	65,2%	13,0%	52,2%	34,8%	34,0%	0,8%
Reino Unido	65,1%	27,1%	38,0%	35,0%	17,0%	17,9%
Islandia	78,7%	14,8%	63,9%	21,3%	10,5%	10,8%
Noruega	82,7%	20,4%	62,3%	17,3%	10,5%	6,8%
Suiza	42,5%	4,0%	38,5%	57,5%	50,2%	7,2%
Estados Unidos	63,2%	22,9%	40,3%	36,8%	34,9%	1,9%
Canadá	69,3%	28,8%	40,5%	30,7%	30,7%	0,0%
Australia	62,9%	32,2%	30,7%	37,1%	31,3%	5,7%

Fuente: Eurostat, encuesta EU-SILC