

Instituto **santalucía**

**Alternativas**  
a la insuficiencia  
de las pensiones:  
instrumentos para dotar  
de liquidez a los activos  
inmobiliarios



**Pedro Serrano**

Director

Profesor permanente de Economía Financiera y Contabilidad  
Universidad Carlos III de Madrid

**Juan A. Lafuente**

Profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad  
Universitat Jaume I

**Jorge Martínez Ramallo**

Socio en Airos Valor

# Instituto santalucía

El [Instituto santalucía](#) es una plataforma de investigación y debate de santalucía, uno de los mayores Grupos Aseguradores de España. Su objetivo principal es fomentar el debate sobre el problema del ahorro sostenible además de indicar dos áreas de acción claves: ayudar a las personas a entender sus decisiones financieras y promover la colaboración colectiva para cambiar las actitudes de los consumidores hacia el ahorro a largo plazo.

El pilar básico del Instituto santalucía lo conforma un [Foro de Expertos](#) integrado por ocho profesionales e investigadores del mundo de la economía y las pensiones y presidido por Guillermo de la Dehesa. La actividad del Instituto santalucía se sostiene en tres áreas de acción: el trabajo de investigación y reflexión del Foro de Expertos, la generación de estudios periódicos en materia de seguros de vida, pensiones y ahorro a largo plazo y el desarrollo de herramientas de análisis, ayuda y asesoramiento para los ciudadanos.

# Resumen ejecutivo



El objetivo principal de este informe es **presentar un conjunto de productos financieros y aseguradores disponibles en el mercado que permiten una posible fuente adicional de ingresos en la etapa de jubilación a través de bienes ilíquidos como la vivienda.**

El estudio se estructura en torno a tres cuestiones principales:

- › ¿Pueden ser insuficientes las pensiones públicas?
- › ¿Qué ahorros tienen los españoles para cubrir esa eventualidad?
- › ¿Cuáles son los productos que permiten dotar de liquidez a ese ahorro?

Respecto a la **insuficiencia de las pensiones públicas** los resultados sugieren que, condicional a las estimaciones de ingresos futuros, la sostenibilidad del sistema público de pensiones requiere de un ajuste a la baja en el nivel medio de la pensión en el corto y medio plazo.

El ajuste en pensiones está motivado por la evolución y perspectivas de los siguientes factores:

- › A nivel **demográfico**, España es el cuarto país del mundo más longevo, conviviendo con una tasa de natalidad extremadamente baja;
- › A nivel del **mercado de trabajo**, el ratio actual de cotizantes por pensionista es incompatible con la sostenibilidad del sistema a largo plazo;
- › El factor **institucional**, que recoge el sistema de reglas que determinan el reparto, indica que las medidas legislativas adoptadas hasta la fecha no han sido plenamente efectivas en la reducción del gasto.

En el corto plazo, los baby boomers españoles que pasen al régimen de pensionista tenderán a percibir prestaciones menores de las esperadas.

Respecto al **ahorro de los españoles** para cubrir una eventual caída en las pensiones, nuestro estudio muestra que









- › El ahorro de las familias españolas es fundamentalmente ilíquido. De acuerdo con la información de la encuesta financiera de las familias europeas (EFFEU) de 2017, los españoles tienen un 85,1% invertido en activos ilíquidos, y un 14,9% en activos financieros.
- › La cartera de activos de los españoles **no muestra** diferencias significativas con la cartera de activos de los países de su entorno. Según la EFFEU de 2017, la riqueza de las familias europeas está formada por activos reales en un 82,2%; el resto de los activos (17,8%) son financieros.
- › El 71,3% de la riqueza total de las familias españolas en 2014, estaba constituida por algún tipo de inversión inmobiliaria.

Respecto a los **productos que permiten dotar de liquidez** a ese ahorro,

- › Desde el punto de vista financiero, el objetivo de estos productos es cubrir el riesgo de longevidad y el riesgo de dependencia de los pensionistas.
- › Las alternativas tradicionales para cubrir esos riesgos han sido el *downsizing*, la venta de la vivienda o el alquiler.
- › La hipoteca inversa, en su origen, es un producto financiero por el cual la entidad prestamista entregaba una suma única o bien abría una línea de crédito para que el prestatario pudiera ir disponiendo de fondos periódicamente, con la garantía hipotecaria de un inmueble.

> Las deficiencias originales de los contratos de hipoteca inversa fueron la desprotección ante el vencimiento del contrato (hipoteca inversa temporal) y la temporalidad de la renta (hipoteca inversa vitalicia).

> Los contratos de hipoteca inversa han evolucionado hacia nuevos productos que tratan de solventar las anteriores deficiencias. Las principales características de estos productos quedan resumidas en el siguiente cuadro:

	 HIPOTECA INVERSA	 HIPOTECA INVERSA CON RENTA VITALICIA DIFERIDA	 HIPOTECA INVERSA CON RENTA VITALICIA INMEDIATA	 VIVIENDA PENSIÓN (VENTA CON USUFRUCTO)	 VENTA DE LA VIVIENDA U OTROS BIENES
 RENDA PARA EL SOLICITANTE	Percibe una renta exenta de tributación La renta se termina a una edad prefijada	Percibe una renta exenta de tributación A su término percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable	Percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable Es una renta más alta que la meramente financiera por el componente de mortalidad	Venta de la nuda propiedad que genera un capital No hay obligación de devolución ni de pago de intereses Percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable	Ganancia patrimonial exenta Percibe el valor de mercado de la propiedad con el que construir una renta vitalicia más elevada Percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable
 DISPONIBILIDAD DEL INMUEBLE	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	No puede seguir habitando la vivienda salvo arrendamiento
 PARA LOS HEREDEROS	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	No tienen opción de adquirir la propiedad	No tienen opción de adquirir la propiedad

### Algunas consideraciones finales

> Desde el lado del **consumidor**, éste debe conocer que la constitución de una renta vitalicia es la única manera de afrontar el riesgo de longevidad.

Desde el punto de vista de las **entidades financieras y aseguradoras**, la evidencia empírica sugiere el elevado potencial de mercado de estos productos en España debido a los elevados porcentajes de vivienda en propiedad, una incipiente demanda potencial a tenor de las previsiones sobre la suficiencia del sistema de pensiones público.

> A nivel del regulador y gestores políticos, el desarrollo de un marco institucional sólido con reformas legislativas consensuadas y estables en el tiempo, incentivos fiscales que estimulen la contratación de estos productos, y la existencia de un marco jurídico transparente, con reglas claras y dotado de un sistema de resolución de conflictos ágil y accesible al ciudadano, son condiciones necesarias para el potencial desarrollo de este mercado.

Por último, este informe identifica **otros factores de índole conductual y sociocultural** que desempeñarán un papel crucial en el desarrollo de un mercado eficiente de productos que doten de liquidez al patrimonio. En este sentido, constituye un desafío futuro como sociedad que las personas longevas interioricen que el ahorro propio, y no de sus descendientes, es una alternativa racional para mejorar sus ingresos en la etapa de jubilación y atender a los gastos extraordinarios que el deterioro de la salud o de la autonomía personal puede ocasionar.

# Índice





Introducción .....	11
Sección I - ¿Por qué la pensión pública puede ser insuficiente? .....	14
1.1. Sostenibilidad del sistema y nivel de prestaciones .....	15
1.2. La gran paradoja: conscientes, pero pasivos .....	23
Sección II - Ahorro líquido, ahorro ilíquido .....	30
2.1. La liquidez, una característica desapercibida .....	31
2.2. La riqueza de los españoles es fundamentalmente ilíquida .....	33
2.3. Comparativa internacional: activos reales frente a financieros .....	36
2.4. Revisando la relación entre renta e inversión en activos ilíquidos: evidencia internacional .....	39
Sección III - Cómo transformar la riqueza inmobiliaria en riqueza líquida .....	42
3.1 Alternativas tradicionales: downsizing, alquiler y venta .....	43
3.2 La hipoteca inversa. Antecedentes .....	45
3.2.1 La hipoteca inversa temporal .....	45
3.2.2. La hipoteca inversa vitalicia .....	46
3.3. La hipoteca inversa en nuestros días .....	46
3.3.1. Hipoteca inversa con renta vitalicia diferida .....	46
3.3.2 Hipoteca inversa con renta vitalicia inmediata .....	47
3.4 Otras figuras afines .....	49
3.4.1. Venta de la vivienda por mayores de 65 años y constitución de una renta vitalicia .....	49
3.4.2. Venta de otro bien inmueble o mueble en el caso de mayores de 65 años .....	50
3.4.3. Producto vivienda-pensión .....	50
3.5. Breve descripción de la regulación legal y fiscal en España .....	51
3.5.1 Conceptualización Legal de la hipoteca inversa .....	51
3.5.2 La fiscalidad de la hipoteca inversa y de otras figuras afines .....	52
3.6 Evidencia internacional .....	54
Sección IV - Perspectivas de los productos de licuación del patrimonio .....	56
4.1. Factores de éxito. ....	57
4.2. Otros factores añadidos. ....	60
Conclusiones .....	64



# 1 Introducción

La complementariedad de las pensiones futuras es un tema de enorme interés en nuestros días. En marzo de 2018, la preocupación de los españoles por las pensiones, medida a través del informe del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), alcanzó su máximo histórico: **un 15,5% de los encuestados consideraron que las pensiones están dentro de los tres principales problemas que tiene España** (Barómetro CIS, marzo 2018). Este dato contrasta con el promedio de la serie desde enero de 2006, cuyo valor está en el 3,5%. Es decir, más de cuatro veces el promedio históricamente observado.

Las dudas sobre la insuficiencia futura del sistema de pensiones están fundadas en tres factores principales: primero, el descenso de la base de cotizantes, debida a la incorporación más tardía al mercado laboral y al descenso de la natalidad; segundo, el aumento progresivo de la longevidad; y tercero, el aumento del nivel de prestaciones del sistema. La confluencia de estos tres factores, y sus efectos sobre el nivel de prestaciones futuro, suponen un incentivo a la búsqueda de alternativas que representen una fuente adicional de ingresos en la etapa de jubilación -especialmente en los niveles de renta más bajos-.

El objetivo principal de este informe es presentar un conjunto de productos financieros disponibles en el mercado que permiten una posible fuente adicional de ingresos en la etapa de jubilación. Como se mostrará en el texto, el ahorro de los españoles está concentrado en gran medida en activos ilíquidos, y principalmente inmobiliarios. Por ejemplo, según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) para 2017, más del 76,7% de los hogares españoles está en un régimen de tenencia de la vivienda en propiedad<sup>1</sup>. Esto supone una fuente de ahorro significativa que es susceptible de convertirse en liquidez en la jubilación. En este sentido, nuestro estudio aborda aquellas alternativas que permiten monetizar el valor total o parcial de una vivienda de propiedad en esta fase del ciclo vital.

Por tanto, este trabajo persigue:

1. Mostrar a la sociedad que existe una importante cantidad de ahorro acumulada en forma de vivienda.
2. Que este ahorro, fundamentalmente ilíquido, puede monetizarse de forma justa a través de una gama de productos financieros disponibles.
3. Que este ahorro puede permitir un incremento de renta durante la jubilación cuya cuantía será función de los tipos de interés vigentes, la edad del cliente y su esperanza de vida.

Así pues, **la principal cuestión que aborda este informe es la complementariedad de las pensiones a través de la monetización de los activos ilíquidos y, en concreto, la vivienda**. Para abordar esta cuestión, el informe está estructurado de la siguiente manera: en primer lugar, exponemos las razones que explican una posible insuficiencia futura de las pensiones públicas, y cómo la incertidumbre ante esta situación ya se ha trasladado a la sociedad española. Paradójicamente, y como abordamos en el informe, esta preocupación no se ha traducido en un cambio significativo en los patrones de ahorro de la población, por varios motivos que serán analizados.

---

1. Encuesta de condiciones de vida. Hogares por régimen de tenencia. Instituto Nacional de Estadística. Fecha de publicación: 21 de junio de 2018.

En segundo lugar, introduciremos el concepto de liquidez, argumentando la importancia de la liquidez en el último tramo del ciclo vital. En línea con esta discusión, caracterizamos la riqueza de las familias españolas, enfatizando la distinción entre activos líquidos e ilíquidos. Como veremos, una gran parte de la riqueza está invertida en activos ilíquidos, y principalmente, la vivienda. Paralelamente, examinaremos la correspondencia del patrón de ahorro español con el de otros países europeos, e intentaremos dilucidar si, a tenor de los datos, la acumulación del ahorro en forma de vivienda es un comportamiento exclusivo de España o se reproduce en otras economías vecinas.

En tercer lugar, este informe presenta un conjunto de alternativas financieras al alcance de las familias para monetizar su ahorro ilíquido. Introduciremos algunos productos financieros como la hipoteca inversa con rentas vitalicias o la venta de vivienda con reserva de usufructo, que permiten complementar las rentas de la jubilación. La descripción de estos activos se centra en cómo utilizarlos de forma práctica. Finalmente, terminamos con una serie de recomendaciones que pueden ser de utilidad para los principales actores en esta cuestión: los contribuyentes, las entidades financieras y aseguradoras, y las instituciones públicas.

La principal conclusión de este estudio puede resumirse a continuación: la compra de vivienda supone, desde un punto de vista financiero, la adquisición de un activo altamente ilíquido, con un riesgo idiosincrático muy elevado que depende en gran medida de condiciones de mercado específicas o locales (ubicación, precio del suelo, oferta de viviendas a su alrededor, etc.). El inversor en vivienda suele adquirir este bien mediante el endeudamiento, incrementando durante el tiempo de vida del préstamo su exposición al riesgo de tipo de interés. Esta riqueza acumulada durante la vida laboral no suele aprovecharse en el momento de la jubilación por, entre otras, las siguientes razones: i) la inexistencia de un mercado activo de productos como las hipotecas inversas, que permiten licuar y transformar estas fuentes de ahorro inmobiliario en rentas complementarias; ii) la elección de los propietarios a permanecer en sus viviendas lo máximo posible sin utilizar este bien como colateral; iii) la decisión de muchos individuos de transferir estos ahorros más allá de su horizonte vital en forma de herencia para sus hijos y parientes. Así, el destino final de la inversión inmobiliaria no suele estar vinculado a un complemento de rentas orientado a mantener el nivel de consumo del inversor durante la jubilación. En su lugar, este ahorro suele acabar en la liquidación del inmueble al fallecimiento de su propietario o su traslado a una residencia geriátrica<sup>2</sup>.

Este estudio está directamente relacionado con el debate actual acerca del nivel de retribución y la sostenibilidad del sistema público de pensiones. Lejos de pretender corregir o justificar el sistema de pensiones, nuestro propósito es contribuir al debate sobre la complementariedad de la pensión presentando algunas de las soluciones que el sistema financiero ofrece. En este sentido, este informe busca contribuir a la sociedad ilustrando sobre la existencia de productos financieros al alcance del ciudadano que puedan redundar en la mejora de su poder adquisitivo y nivel de vida en la etapa de jubilación.

Este informe no se abstrae del hecho de que **la vivienda es un tema extremadamente sensible en la sociedad española**. El uso tradicional de la vivienda como vehículo de ahorro en las familias, así como instrumento preferente de transferencia de renta intergeneracional -además de otros componentes sociológicos y culturales añadidos- convierten cualquier análisis de este tipo en objeto de controversia e, incluso, polémica. Además, la reciente experiencia de la crisis en España, y sus consecuencias sobre el deterioro patrimonial de las familias, han generado una extrema desconfianza hacia cualquier relación contractual en la que medien posibles cambios en la titularidad de la vivienda. Como señala Robert J. Shiller, premio Nobel de Economía en 2013, “Hay un elevado nivel de indignación entre la ciudadanía contra lo que se percibe como las fortunas que han estado ganando la gente de las finanzas, y esta indignación inhibe la innovación: cualquier novedad es recibida con desconfianza<sup>3</sup>”.

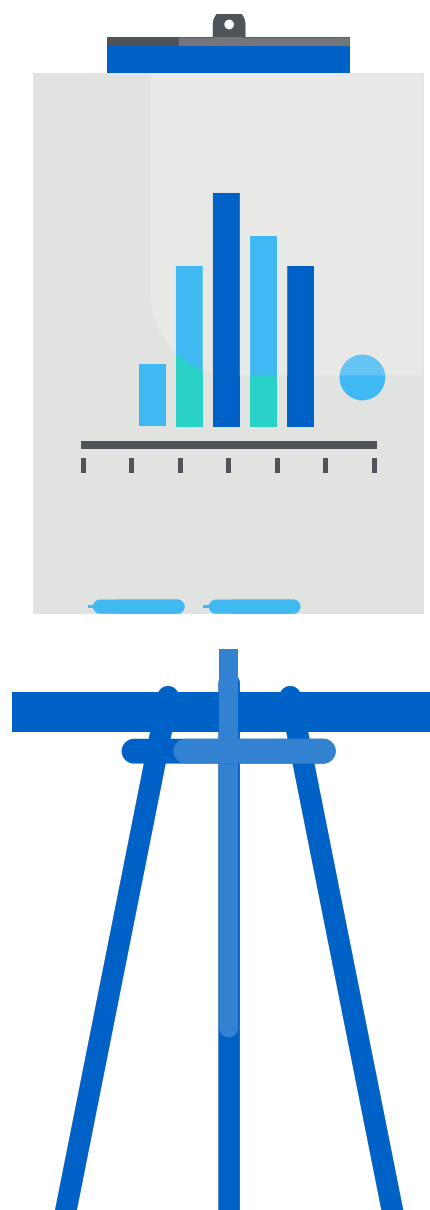
---

2. Ang, A. (2014) “Asset management: A systematic approach to factor investing”, Oxford university press, 704 páginas.

3. Robert J. Shiller (2012) “Las finanzas en una sociedad justa”, Deusto S.A. Ediciones, 448 páginas.

En relación con esto último, es importante señalar que nuestra intención aquí es ilustrar sobre las alternativas disponibles en el mercado que permitan una fuente adicional de ingresos durante la etapa de la jubilación para aquellos consumidores que consideran insuficientes los derechos de cobro generados a través de la pensión. Si esta pensión es más o menos cuantiosa no es asunto de este informe; sí lo es el presentar aquellos productos financieros innovadores que pueden complementar la pensión, y en qué cuantía podrían hacerlo.

Por tanto, este informe analiza los productos financieros que permiten complementar la jubilación a través de bienes ilíquidos, como la vivienda. La estructura del informe es la siguiente. En la Sección 1 se presentan los principales argumentos detrás de la insuficiencia de las pensiones futuras. En la Sección 2 mostramos una panorámica del ahorro en España, con especial énfasis en la liquidez de los activos. La Sección 3 presenta los principales productos que permiten licuar aquellos activos ilíquidos del patrimonio, analizando los beneficios e inconvenientes de estos productos para el inversor individual. Finalmente, la Sección 4 introduce algunas reflexiones finales sobre la perspectiva y potencial éxito de los productos de licuación, incluyendo una serie de consideraciones que pueden ser de interés para el individuo, las entidades financieras y aseguradoras, las instituciones públicas y, en definitiva, la sociedad en su conjunto.



# Sección I.

Por qué la  
pensión  
pública  
**puede ser  
insuficiente**



Esta parte resume los principales argumentos que sostienen una insuficiencia futura de las pensiones públicas. En primer lugar, analizaremos la evolución de los factores principales del gasto en pensiones: demográfico, mercado de trabajo e institucional. A continuación, estudiaremos cuál es la percepción de la sociedad respecto a la insuficiencia de las pensiones, así como las medidas que están adoptando los individuos para amortiguar su impacto.

## 1.1. Sostenibilidad del sistema y nivel de prestaciones

En un sistema de pensiones **sostenible**, los ingresos del sistema satisfacen las obligaciones contraídas en cada momento del ciclo. Estas obligaciones, que son el conjunto de prestaciones pagadas a los jubilados, puede que no sean suficientes para mantener un nivel de consumo digno. En este sentido, diremos que un sistema de pensiones puede ser **sostenible**, pero sus prestaciones pueden ser **insuficientes**.

Para entender de qué depende la sostenibilidad y suficiencia de un sistema de pensiones, debemos trasladar el debate a su asunto central: los determinantes del gasto agregado en pensiones. Como señala Conde-Ruiz (2017), este gasto agregado puede descomponerse en tres factores principales<sup>4</sup>:

- › el factor **demográfico**, que recoge el porcentaje de jubilados frente a la población en edad de trabajar,
- › el factor **mercado de trabajo**, que hace referencia a la población en edad de trabajar con un empleo remunerado, y
- › el factor **institucional**, que recoge el sistema de reglas que determinan el reparto (e.g. que la edad de jubilación sea a los 67 años frente a los 65, etc.).

La evolución futura de estos tres factores tiene consecuencias sobre la sostenibilidad y el nivel de prestaciones futuro. Veamos cuales son las perspectivas de dichos factores.

**Un sistema de pensiones puede ser sostenible pero sus prestaciones pueden ser insuficientes por razones demográficas, del mercado de trabajo o institucionales.**

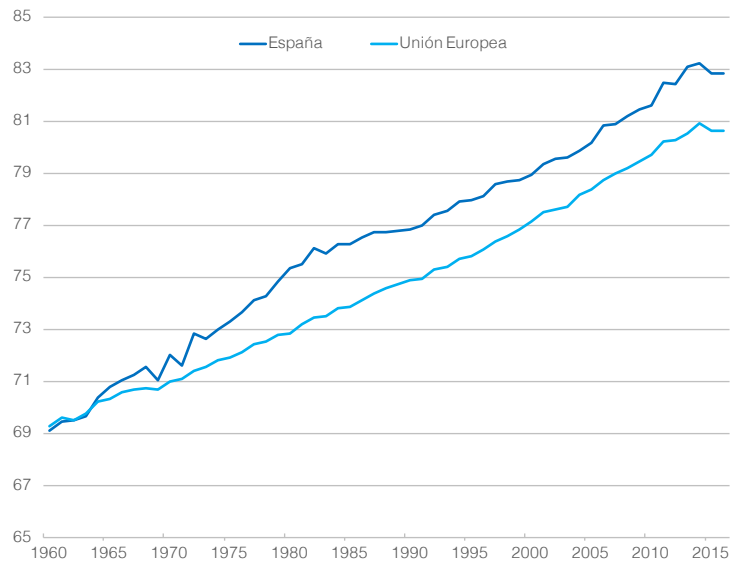
### *Factor demográfico*

El factor demográfico atiende a los cambios en la población del país. Estos cambios demográficos están relacionados con i) el aumento progresivo de la longevidad, ii) el descenso de la natalidad y, posible causa de esto último, iii) una incorporación más tardía al mercado laboral.

En términos de sostenibilidad en el medio y largo plazo del sistema de pensiones español, las proyecciones de los factores demográficos son claramente adversas. Los datos de las últimas décadas muestran una clara tendencia hacia una esperanza de vida creciente, un descenso de la tasa de natalidad, y una tasa de mortalidad relativamente baja. Esto se observa en los gráficos 1.1 a 1.3, que representan la esperanza de vida, la tasa de fertilidad y la evolución temporal de la tasa de mortalidad, respectivamente, para la Unión Europea (línea amarilla) y España (línea azul). Estos gráficos revelan que esta convergencia en los factores de esperanza de vida, fertilidad y mortalidad son un elemento estructural de nuestra economía desde 1960, e independientes del ciclo económico desde 1985. El principal mensaje de estas figuras es que, en relación a la Unión Europea, en España la esperanza de vida es superior en aproximadamente 2 años, la tasa de natalidad es inferior -durante los últimos 30 años-, y fallecen un porcentaje sistemáticamente inferior de personas que en el promedio de los países de nuestro entorno.

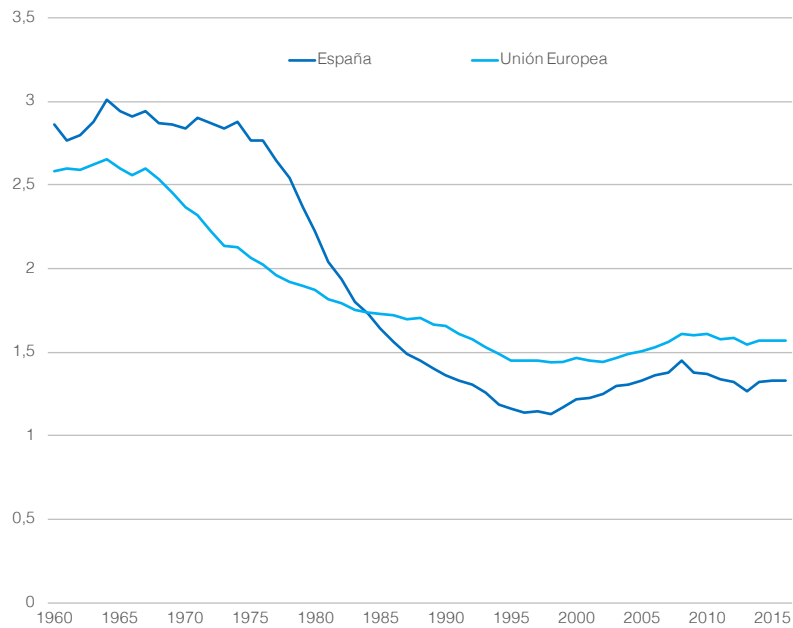
4. Conde-Ruiz, Ignacio (2017) "Medidas para restaurar (o no) la sostenibilidad financiera de las pensiones", Fedea Policy Papers - 2017/04.

**Gráfico 1.1**  
**Esperanza de vida**



Fuente: Banco Mundial

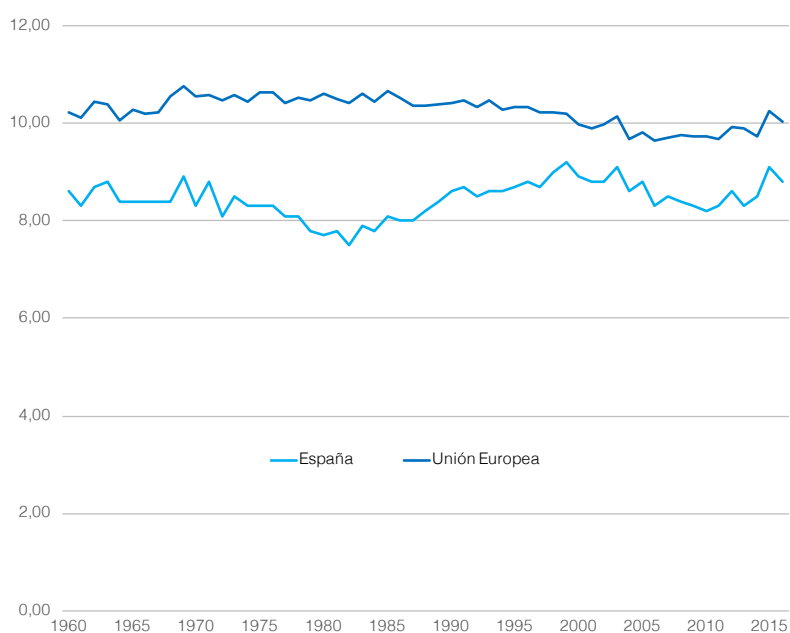
**Gráfico 1.2**  
**Tasa de fertilidad**



Fuente: Banco Mundial



**Gráfico 1.3**  
**Tasa de mortalidad por cada mil personas**



Fuente: Banco Mundial

Otros trabajos sobre la longevidad en España apuntan en la misma dirección. Por ejemplo, según un estudio del riesgo de longevidad elaborado por el Instituto santalucía<sup>5</sup>, se observa una mejora en la tasa de mortalidad de las personas mayores a lo largo del tiempo; no es pues sorprendente que el umbral de los 65 años comience a ser impropriadamente denominado como “tercera edad”. Como señala el citado informe, España es el cuarto país del mundo donde la población vive más tiempo (por detrás de Japón, Suiza y Singapur) y, según las proyecciones del Instituto Nacional de Estadística (INE), el país donde la tasa de dependencia demográfica (proporción de la población menor de 16 o mayor de 64 años con respecto a la población en el tramo de edad complementaria), alcanzará el 87,7% en 2066.

A tenor de los argumentos anteriormente expuestos, es razonable pensar que la evolución futura del factor demográfico contribuirá a un aumento del gasto en pensiones. De hecho el indicador de salud financiera utilizado por De la Fuente y otros (2018), definido como el logaritmo del ratio entre los ingresos y los gastos del sistema de pensiones durante cada ejercicio, y que representa al superávit (o déficit) del mismo expresado como un porcentaje de su gasto, muestra de forma clara el deterioro del sistema, donde los gastos superan a los ingresos en más del 15% en 2017<sup>6</sup>.

### Factor mercado de trabajo

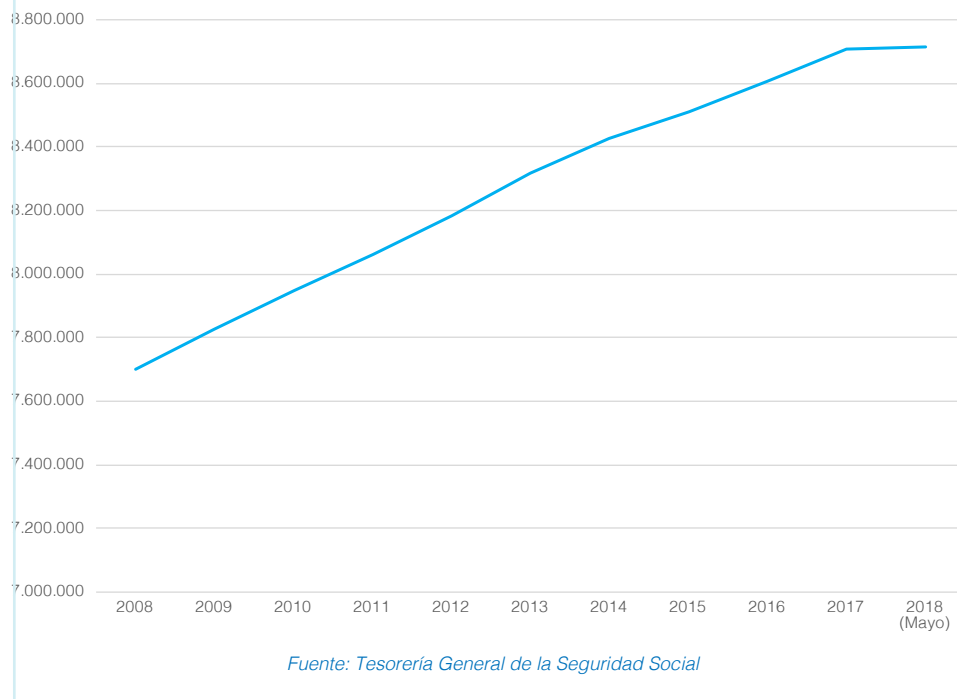
El factor mercado de trabajo hace referencia a la potencial capacidad de intercambio generacional de renta en una sociedad, es decir, que sean los trabajadores de las cohortes “jóvenes” los que puedan costear las prestaciones de renta de las personas retiradas del mercado de trabajo, o personas “mayores”.

Con el fin de examinar la contribución al gasto del factor mercado de trabajo, examinemos en primer lugar el número de pensionistas en el sistema. El gráfico 1.4 muestra la evolución del número de pensionistas (en millones) desde el año 2008 hasta mayo de 2018. Como se observa en el gráfico, la tendencia en la incorporación de pensionistas al sistema es creciente en los últimos diez años, pasando de más de 7,6 millones de pensionistas en 2008, a cerca de 8,8 millones en la actualidad.

5. Instituto santalucía (junio 2018). “El reto de la longevidad en el s. XXI. Cómo afrontarlo en una sociedad de cambio”, dirigido por José A. Herce e Iratxe Galdeano.

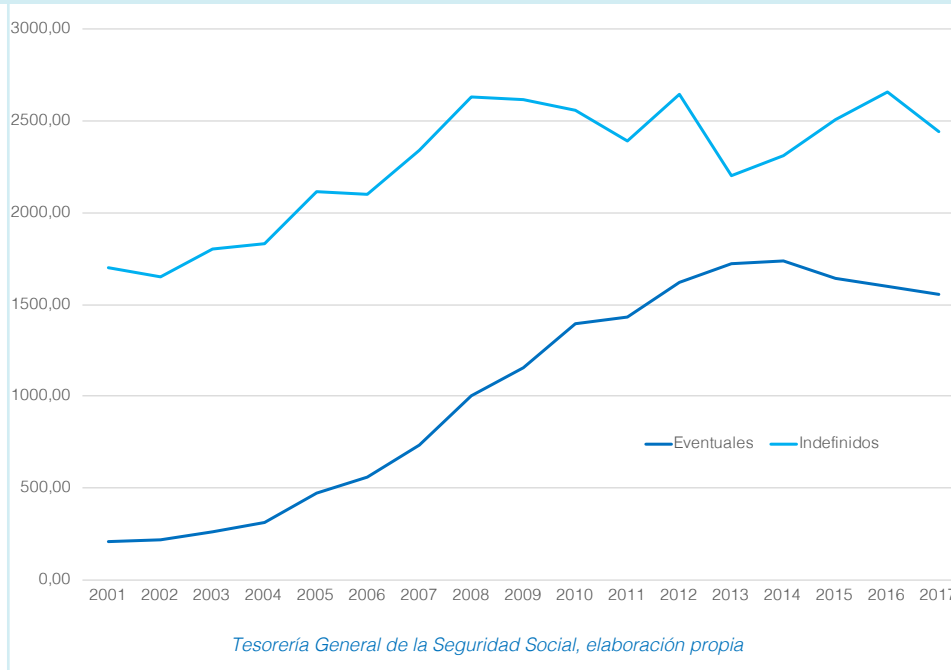
6. De la Fuente, A., García Díaz, M. A., y A. R. Sánchez (2018) “La salud financiera del sistema público de pensiones español. Un análisis retrospectivo”, Estudios sobre la Economía Española – 2018/05, FEDEA.

**Gráfico 1.4**  
**Número de pensionistas (millones) correspondientes a la nómina de diciembre**



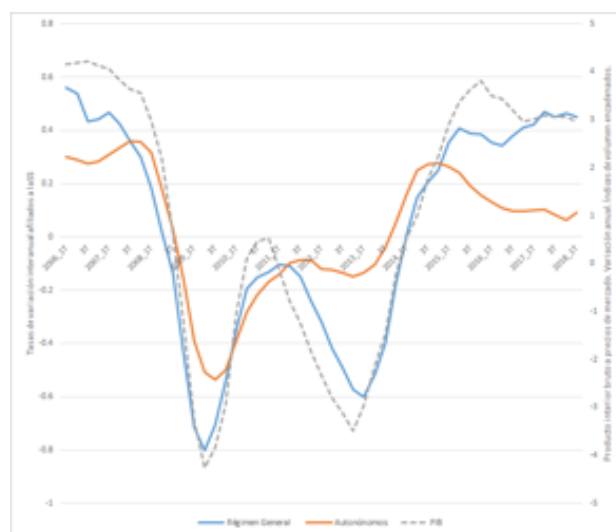
Un análisis más detallado de los datos anteriores proporciona algunas conclusiones interesantes. El gráfico 1.5 muestra la evolución en el tiempo del patrón de entrada al régimen de pensionista en función del tipo de contrato -eventual o indefinido-. Del gráfico 1.5 podemos extraer un dato contundente: el número total de entradas al sistema de pensionistas en el caso de los trabajadores eventuales ha incrementado un 320% si comparamos la ventana temporal 2001-2008 con la correspondiente a 2008-2017. Manteniendo la comparación para el mismo período, en el caso de los trabajadores indefinidos es de un 23%. Con incrementos esperados de aproximadamente 400.000 nuevos pensionistas por año, la predictibilidad en cambio de los posibles ingresos futuros del sistema de pensiones es mucho más incierta.

**Gráfico 1.5**  
**Bajas anuales del régimen general de la SS por pase a pensionista y tipo de contrato (miles de personas)**



Examinemos por un momento el lado de los ingresos del sistema público de pensiones. El gráfico 1.6 ilustra el patrón de comportamiento de las tasas de variación de los afiliados al régimen general de la Seguridad Social (línea azul) y al régimen de Autónomos (línea naranja) con relación al ciclo económico (línea discontinua). Esta figura pone de manifiesto que la capacidad de generar ingresos en función del ciclo es muy diferente en función del régimen considerado. Si bien las tasas de variación de los afiliados al régimen general están correlacionadas muy positivamente con el ciclo económico, el patrón de comportamiento para los trabajadores autónomos es mucho más errático a partir de 2011, con periodos transitorios de carácter contracíclico, lo que debilita la capacidad general de nuestra economía para generar más cotizaciones en etapas de fase alcista.

**Gráfico 1.6**  
**Tasa interanual de variación de afiliados medios al régimen general de la Seguridad Social, y tasas de variación del PIB**



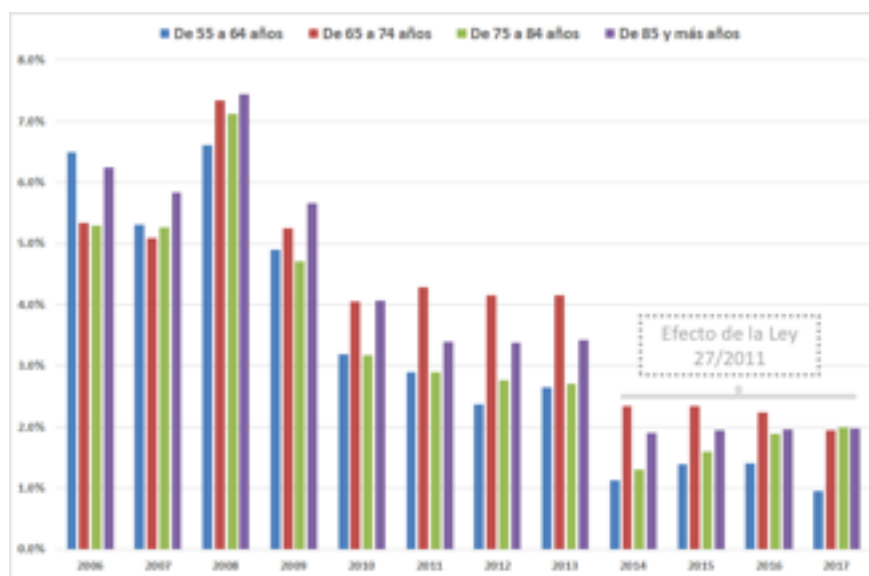
Fuente: : Tesorería General de la Seguridad Social, INE

### Factor institucional

El factor institucional hace referencia a los aspectos idiosincráticos en la forma de abordar la sostenibilidad del sistema por parte de los gestores políticos. En otras palabras, es el factor que recoge el impacto de la legislación en el gasto en el sistema de pensiones públicas.

Con el fin de visualizar el impacto normativo sobre el sistema, el siguiente gráfico 1.7 muestra el efecto de la Ley 27/2011 en términos del crecimiento anual de las pensiones por grupos de edad. Como puede observarse, si bien el efecto de la implementación de la ley se traduce en un menor crecimiento de la pensión media al cabo de dos años, las tasas de variación siguen siendo positivas con independencia del grupo de edad. De acuerdo con estos datos, las pensiones medias aumentaron más del 4% anual en promedio para el período 2006-2013, con picos de crecimiento del 7% durante el año 2008. Este crecimiento en la tasa anual se redujo sustancialmente con la entrada de la Ley 27/2011, que redujo el crecimiento de la pensión media entorno al 2% anual, en función del grupo de edad. Por tanto, el gráfico muestra que la pensión media sigue aumentando, si bien a un ritmo inferior. Este dato sugiere que el problema de sostenibilidad sigue estando presente, aunque su detonante se retrase en el tiempo.

**Gráfico 1.7**  
**Tasa de variación anual de la pensión media por grupos de edad**



Fuente: Tesorería de la Seguridad Social, elaboración propia.

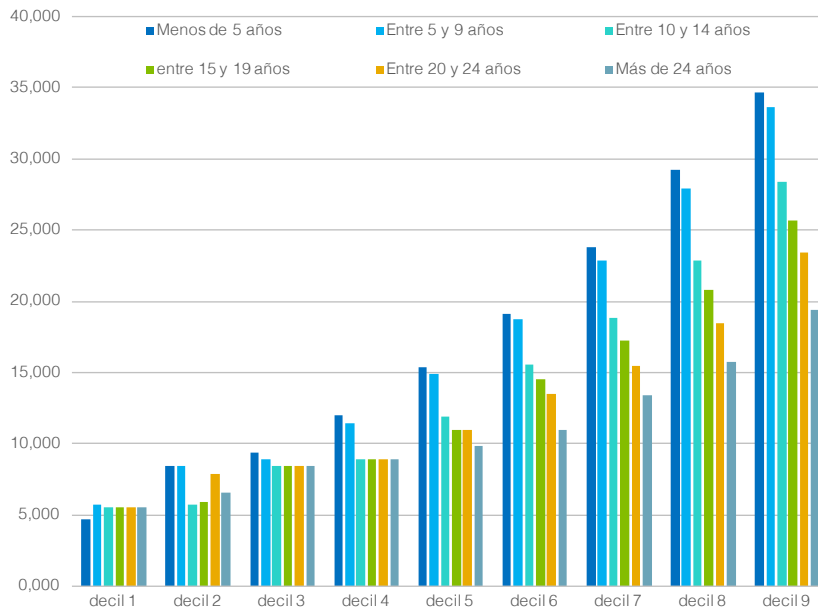
Una imagen reveladora sobre el escaso efecto de las medidas legislativas en términos de contención del gasto del sistema se muestra en el siguiente gráfico 1.8. En esta figura, hemos clasificado a los pensionistas en función de los deciles de su pensión<sup>7</sup>. Así, el primer grupo corresponde a los individuos con menor pensión, mientras que el grupo décimo agrupa el bloque de individuos con mayor pensión anual. Es decir, el estadístico del decil 1 -primer grupo- corresponde al 10% de pensionistas con menores prestaciones, y el estadístico del decil 9 corresponde al 10% de pensionistas con mayores prestaciones.

El gráfico 1.8 muestra la distribución de las pensiones distribuidas por deciles, pero condicionada al tiempo que se lleva percibiendo la pensión. Los pensionistas de reciente incorporación perciben en general más ingresos que aquellos que están más tiempo en el sistema. Sorprendentemente, las pensiones bajas -especialmente el decil 1- son la excepción: en estos tramos de ingresos, a menor tiempo de jubilación menor pensión recibida. La conclusión principal de esta figura es que la contención del gasto introducido por las medidas legislativas es poco efectiva en términos de los pensionistas de más reciente incorporación, afectando relativamente más a aquellos segmentos de renta que reciben las pensiones más bajas.



7. La cantidad de estadísticos que particiona en diez grupos homogéneos una muestra es de nueve deciles, puesto que el decil 10 es el valor máximo de la muestra. Por otro lado, para que el decil mostrado en el gráfico sea más representativo de la agrupación por clases, se ha procedido a centrar los deciles. Para ello se elimina el 5% de observaciones extremas (el 5% más bajo y el 5% más alto), con lo que al final trabajamos con el 90% de toda la muestra y, en consecuencia, nueve agrupaciones de datos.

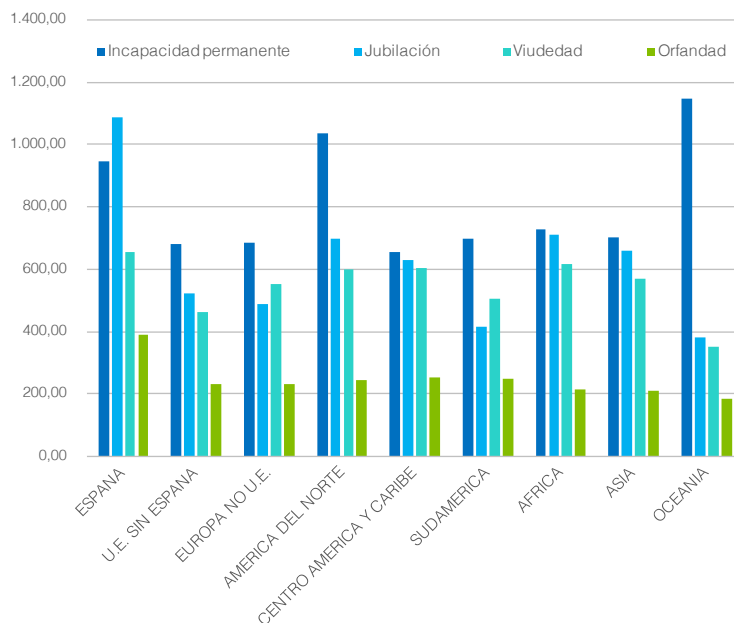
**Gráfico 1.8**  
**Deciles de la distribución de pensiones en función del tiempo en la etapa de jubilación. Datos generados en mayo de 2018 procedentes de la Seguridad Social.**



Fuente: Tesorería de la Seguridad Social, elaboración propia.

Finalmente, cabe resaltar que el nivel medio de las pensiones en España es relativamente alto, como muestra el gráfico 1.9 en la comparativa respecto a países y zonas con mayor nivel de renta per cápita. Este asunto constituye otro elemento adicional que pone de relieve el desequilibrio creciente en un país que cuenta con aproximadamente 8.700.000 pensionistas y en donde tenemos poco más de 2 cotizantes por cada persona en edad de jubilación.

**Gráfico 1.9**  
**Comparativa de pensiones medias (en euros) por países y zonas. Datos a mayo de 2018**



Fuente: Tesorería de la Seguridad Social

**El nivel medio de las pensiones en España es relativamente alto en comparación con países y zonas con mayor nivel de renta per cápita.**

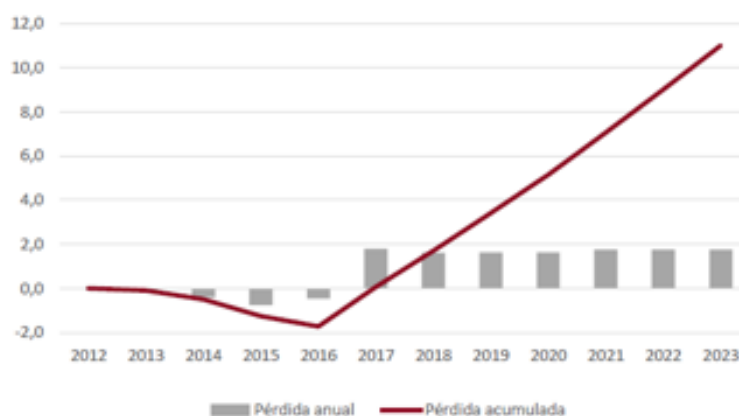
### Perspectivas

En definitiva, y a la vista de la información disponible hasta la fecha, los resultados sugieren que la sostenibilidad del sistema público de pensiones requiere de un ajuste a la baja en el nivel medio de la pensión en el corto y medio plazo; o alternativamente, de mayores ingresos. Y no es casual que la preocupación sobre este asunto haya trascendido a nivel político en los últimos años, materializándose en diferentes medidas legislativas<sup>8</sup>. Esta nueva legislación busca, fundamentalmente, la consecución de los siguientes objetivos por este orden de importancia:

1. Incrementar el número de afiliados y/o tiempo de afiliación.
2. Reducir el crecimiento en el número de pensionistas.
3. Incrementar el volumen de cotizaciones.

Por citar fuentes oficiales, según las previsiones de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), la aplicación del índice de revalorización de las pensiones (IRP) a partir de 2018 supondrá una pérdida de poder adquisitivo que podría alcanzar el 11% en 2023, y el 17% en 2030<sup>9</sup>. En ese sentido si, en el año 2012, la pensión inicial significaba el 78% del último sueldo, se estima que en 2030 la pensión será el 71% del último salario.

**Gráfico 1.10**  
**Tasa de variación anual de la pensión media por grupos de edad**



Fuente: AIReF

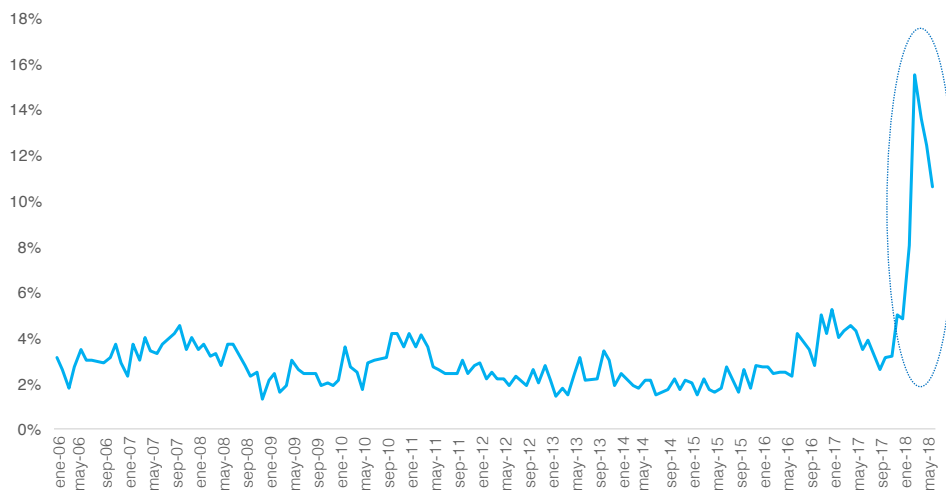
8. Véase, además de la referida Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social, o la Ley 23/2013 de 23 de diciembre, reguladora del Factor de sostenibilidad y del índice de revalorización del sistema de pensiones de la Seguridad Social.

9. AIReF (2018) "Situación macroeconómica y evolución de las cuentas públicas". Transparencias disponibles en: <http://www.airef.es/documents/10181/726756/180206+CES+vfinal+web.pdf/83cd097b-834b-445a-8a32-32d0652682dd>

## 1.2. La gran paradoja: conscientes, pero pasivos

Las medidas de política económica han trascendido a nivel social de forma abrupta en los últimos meses, como revelan las recientes masivas manifestaciones de jubilados en marzo de 2018 o el barómetro del Centro de Investigaciones Sociológicas del mes de junio de este mismo año. El gráfico 1.11 presenta la evolución temporal del porcentaje de personas que consideran que las pensiones están dentro de los tres problemas principales de España. Se puede apreciar un cambio de régimen en el grado de preocupación social sobre la renta esperada en el futuro vía pensiones, desde marzo de 2018:

**Gráfico 1.11**  
**Porcentaje de respuestas que afirman que las pensiones están entre los tres principales problemas en España**



Fuente: Barómetro CIS, junio 2018.

En una línea similar se expresan estudios recientes sobre la percepción de los españoles sobre la jubilación. Por ejemplo, según el reciente informe sobre la jubilación y los hábitos de ahorro de los españoles elaborado por el Instituto santalucía<sup>10</sup>, la mayor parte de los encuestados en 2017 -un 63,64%- manifiestan que el momento de la vida que le genera mayor preocupación en términos financieros es la jubilación. Esta preocupación parece ser consistente en el tiempo, siendo sistemáticamente la mayor preocupación de los encuestados en las oleadas de 2015 (50,57%) y 2016 (60,10%), apreciándose un claro incremento en el tiempo.

Preguntados sobre cómo creen que serán las pensiones en el futuro, la respuesta de los encuestados es contundente: un 87,34% cree que las pensiones serán más bajas y/o perderán poder adquisitivo. En términos generales, esta percepción es robusta a cualquier característica de la población que consideremos: ingresos, sexo, o nivel de estudios, entre otros. Tan sólo se aprecian diferencias estadísticamente significativas en términos de edad.

10. Instituto santalucía (junio 2017). "Estudio sobre la jubilación y los hábitos de ahorro de los españoles", elaborado por Edelman.

Toda esta preocupación manifiesta sobre el futuro de las pensiones, ¿se concreta en alguna acción o medida por parte de los individuos para el ahorro? La respuesta no es muy satisfactoria. Preguntados sobre si están ahorrando actualmente para la jubilación, un 55,13% declara que no lo está haciendo. En ese sentido, las mujeres, los más jóvenes, millennials, personas de clase social baja, con bajos ingresos en sus hogares, estudios básicos y medios, jubilados y personas que residen en pequeños municipios, no ahorran para su jubilación en mayor porcentaje que el resto. Son los hombres, las personas de 25 y más años, las de clase social media y alta, con ingresos mensuales medios y altos, residentes en grandes municipios, con estudios superiores y los que son autónomos quienes, en mayor proporción que el resto, están ahorrando actualmente para su jubilación.

**La preocupación que los individuos manifiestan sobre el futuro de las pensiones no se traduce en acciones concretas orientadas al ahorro.**

Esta paradoja de ser conscientes de un problema futuro de desequilibrio presupuestario sin tomar medidas al respecto no es exclusiva del caso español. Por ejemplo, el gráfico 1.12 muestra el comportamiento del ahorro en la economía de Estados Unidos en función del ciclo económico. Las barras verticales en gris marcan los períodos de recesión económica. Esta figura pone de manifiesto dos hechos importantes: i) el ahorro del consumidor tiende a ser contracíclico, es decir tiende a disminuir en fases de crecimiento económico y a aumentar en fases de recesión y, ii) el nivel medio de ahorro después del estallido de la crisis financiera de 2008, la más contundente y sistémica acaecida a lo largo de la historia, es claramente inferior al observado en la serie histórica. Por tanto, el consumidor se muestra reacio hacia la acumulación de ahorro preventivo.

**Gráfico 1.12**  
**Porcentaje de ahorro respecto de la renta disponible en Estados Unidos.**  
**Las áreas sombreadas indican recesión**

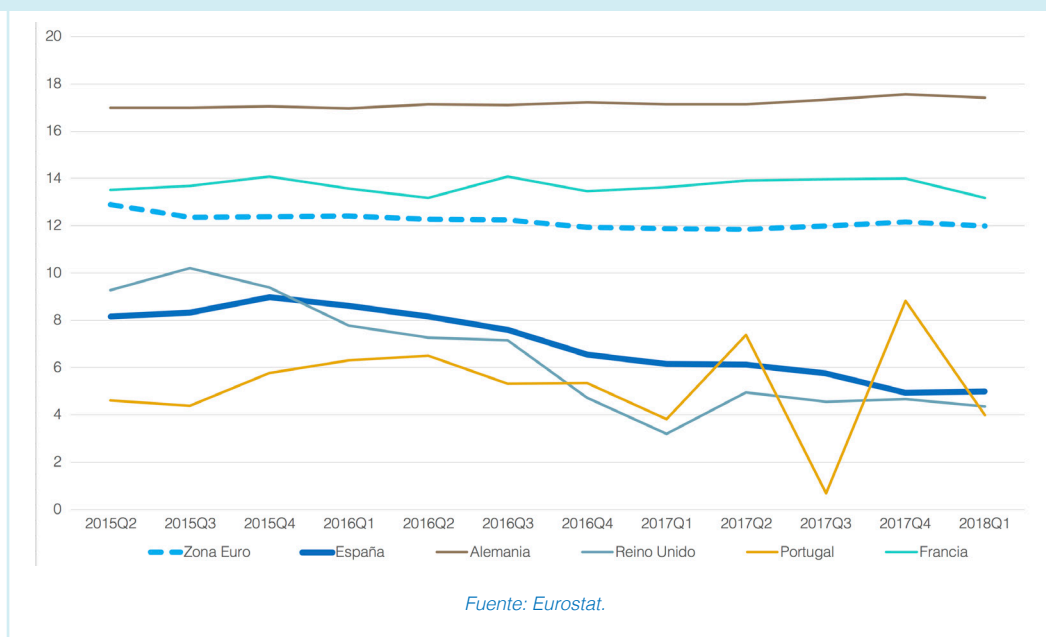


*Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Estados Unidos.*



Si circunscribimos el análisis de las tasas de ahorro a un entorno más cercano, el de la zona Euro, observamos que la heterogeneidad aumenta: el nivel de ahorro (en porcentaje) de España es comparable a países como Reino Unido o Portugal, pero claramente más bajo que el observado en el promedio de la zona Euro, que es del 12% en media. Francia, con un promedio cercano al 14%, y Alemania, con el 17%, muestran tasas de ahorro significativamente superiores a España, que exhibe un 7% en promedio desde 2015. Por tanto, en términos del porcentaje de ahorro más reciente, el nivel en España en los últimos tres años es comparable al de Estados Unidos, Reino Unido o Portugal, y significativamente inferior a Francia y Alemania.

**Gráfico 1.13**  
**Porcentaje de ahorro de las familias en términos de la renta disponible a nivel internacional**



### Pero, ¿por qué ahorramos poco (en términos relativos)?

A tenor de los resultados presentados, es claro que el futuro de las pensiones comienza a percibirse por la sociedad como un problema relevante. Sin embargo, la mayor parte de los individuos no parece que estén en la actualidad con porcentajes de ahorro elevados. En este informe apuntamos a estas dos razones:

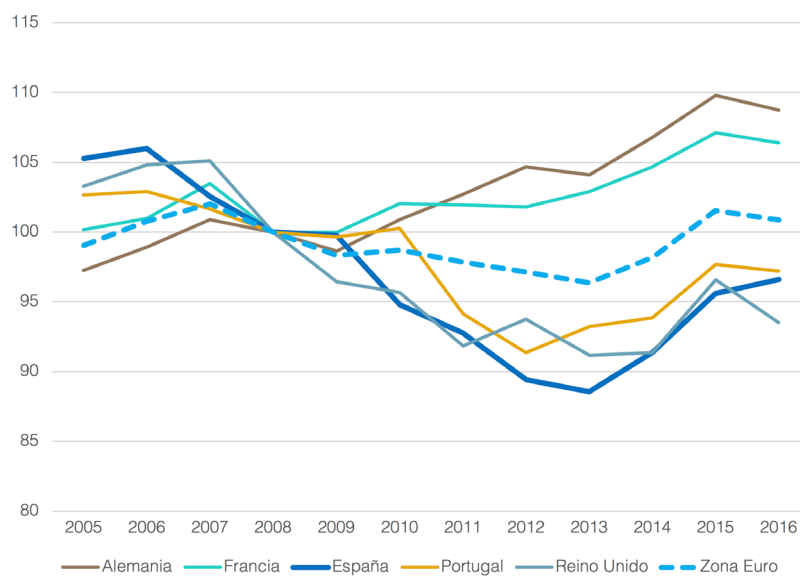
1. los individuos no disponen de recursos para ahorrar, y
2. existe un sesgo cortoplacista hacia el gasto.

Examinaremos brevemente cada una de estas razones.

#### Los individuos no disponen de recursos para ahorrar.

La capacidad de ahorro está condicionada por la renta bruta disponible. A mayor renta disponible, mayor facilidad de destinar recursos para el ahorro. Este hecho no es un aspecto idiosincrático de la economía española como prueba el gráfico 1.14, que representa el porcentaje de renta bruta disponible de las familias (ajustadas por paridad de poder de compra) para diferentes economías europeas. Este gráfico muestra cómo el nivel de renta de España es significativamente inferior al de Francia y Alemania, y comparable a los niveles de renta de Portugal y Reino Unido. Este resultado reproduce exactamente el patrón de ahorro que hemos visto en el gráfico 1.13 referido a las tasas de ahorro de la zona Euro, y evidencia la íntima relación entre la disponibilidad de renta y la capacidad de ahorro de los individuos.

**Gráfico 1.14**  
**Porcentaje de renta bruta disponible de las familias ajustada de Paridad de Poder Adquisitivo.**  
**Índice base=2008**



Fuente: Eurostat

No obstante, es preciso señalar que el modelo de crecimiento español representa un condicionante específico a nuestra capacidad de ahorro. La economía española se encuentra en la última fase del desarrollo competitivo, es decir, en una etapa donde el valor añadido debe generarse a partir de la innovación. Sin embargo, dentro de las 137 economías analizadas en The Global Competitiveness report 2017-2018, la posición de España de acuerdo al índice de competitividad se sitúa en un discreto puesto 34<sup>11</sup>. En otras palabras, nuestra posición en el índice de competitividad no es acorde a la fase competitiva teórica de nuestra economía, ni al nivel del Producto Interior Bruto. Ello es debido a que España presenta, de acuerdo a dicho informe, una carencia significativa en términos de innovación cuando se compara con Europa y América del Norte. Es por ello que nuestro modelo actual ha tardado casi una década en acomodar el shock inmobiliario y financiero de 2008.

Como se muestra en la tabla 1.1, nuestra economía ha tardado casi una década en revertir la renta de las familias al nivel existente en el año 2008, sugiriendo la debilidad de los fundamentos macro y microeconómicos de nuestra economía para suavizar los ciclos económicos. Como puede observarse la caída en el nivel de renta tiene lugar durante seis años consecutivos, desde el 2008 hasta el 2015, un periodo de tiempo excesivamente amplio teniendo en cuenta la posición relativa dentro de la zona euro en términos del PIB.

11. Schwab, K. (2018), "The Global Competitiveness Report 2017-2018", World Economic Forum. Disponible en <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018>

**Tabla 1.1**

**Renta media por hogar y renta media por hogar con alquiler imputado. El alquiler imputado se aplica a los hogares que no pagan un alquiler completo por ser propietarios o por ocupar una vivienda alquilada a un precio inferior al de mercado o a título gratuito. El valor que se imputa es el equivalente al alquiler que se pagaría en el mercado por una vivienda similar a la ocupada, menos cualquier alquiler realmente abonado. Asimismo se deducen de los ingresos totales del hogar los intereses de los préstamos solicitados para la compra de la vivienda principal**

	Renta media por hogar (Euros)	Renta media por hogar con alquiler imputado (Euros)
2008	28.787	32.807
2009	30.045	33.953
2010	29.634	33.965
2011	28.206	32.429
2012	27.747	31.686
2013	26.775	30.501
2014	26.154	30.257
2015	26.092	30.031
2016	26.730	30.822
2017	27.558	31.956

Fuente: INE

Inciendiando en la idea anterior sobre la debilidad relativa de nuestra economía, la tabla 1.2 recoge la última información del porcentaje de personas que llegan a final de mes con dificultad, condicional al decil de renta por unidad de consumo, es decir, agrupando por bloques homogéneos que van desde las familias dentro del 10% de rentas más bajas hasta las familias con el 10% de rentas más altas, y pasando por todos los estratos intermedios:

**Tabla 1.2**

**Porcentaje de personas con dificultad para llegar a fin de mes y decil de renta por unidad de consumo.**

*Nota: Los ingresos por unidad de consumo se obtienen, para cada hogar, dividiendo los ingresos totales del hogar entre el número de unidades de consumo. El número de unidades de consumo se calcula utilizando la escala de la OCDE modificada, que concede un peso de 1 al primer adulto, un peso de 0,5 a los demás adultos y un peso de 0,3 a los menores de 14 años*

Decil de renta por unidad de consumo	Porcentaje de personas con dificultad para llegar a fin de mes		
	2008	2013	2017
1º	1º	22,4	27,2
2º	25,1	26,3	25,7
3º	23,7	29,6	22,4
4º	23,1	25,3	19,0
5º	21,4	28,0	18,5
6º	18,7	19,8	13,1
7º	15,6	17,9	11,1
8º	13,8	15,3	8,9
9º	7,7	10,9	6,5
10º	5,0	6,6	3,6
<b>TOTAL</b>	<b>18,2</b>	<b>20,2</b>	<b>15,6</b>

Fuente: INE

Los datos ponen de manifiesto que si bien la situación agregada ha mejorado 2,8 puntos porcentuales, dicho dato no es excesivamente representativo de lo que ha ocurrido a nivel desagregado: las rentas medio-altas han mejorado de forma más intensa y, por el contrario, la situación de las rentas muy bajas (dos primeros deciles) apenas ha cambiado en el periodo de referencia. Estos datos revelan que la capacidad de redistribución de nuestro modelo de crecimiento es baja.

La pobre capacidad de redistribución del modelo de crecimiento español puede corroborarse con los datos acerca del porcentaje de personas en riesgo de exclusión social proporcionados por el INE en la siguiente tabla 1.3. Como puede observarse, el riesgo de pobreza depende claramente del tipo de hogar. En el caso de ausencia de personas dependientes el porcentaje ha disminuido o se ha mantenido (2 adultos) a lo largo del periodo 2008-2017. Sin embargo, en el caso de al menos un niño dependiente el porcentaje ha incrementado un 2,2%, es decir, se observa una redistribución inversa en tanto en cuanto las familias más beneficiadas son, a priori, las que menos lo necesitan.

**Tabla 1.3**  
**Riesgo de pobreza o exclusión social (indicador AROPE, At Risk of Poverty and/or Exclusion) por tipo de hogar. Unidades: porcentaje**

	Total	Hogares de una persona	2 adultos sin niños dependientes	2 adultos con 1 ó más niños dependientes
2008	23,8	33,8	22,3	24,2
2009	24,7	33,9	22,4	27,3
2010	26,1	34,7	22,1	27,4
2011	26,7	34,0	22,5	27,6
2012	27,2	26,6	23,1	28,3
2013	27,3	25,0	22,6	27,7
2014	29,2	27,1	22,5	30,5
2015	28,6	26,7	22,3	28,5
2016	27,9	24,7	22,5	28,1
2017	26,6	26,9	22,1	26,6

Fuente: INE



## El sesgo cortoplacista

De acuerdo con la hipótesis del sesgo cortoplacista, los individuos exhiben un comportamiento en el que resulta más atractivo consumir hoy que ahorrar para mañana. Este aspecto ha sido estudiado en profundidad, entre otros, por académicos como Richard Thaler, premio Nobel de Economía en 2017. Thaler ilustra este efecto cortoplacista con un sencillo ejemplo: si bien existe evidencia empírica contundente de que fumar es un aspecto que deteriora significativamente la salud, muchos fumadores asignan un “valor presente” nulo al potencial efecto en el medio y largo plazo, por lo que no sólo siguen fumando, sino que tampoco prestan especial atención a la contratación de un seguro médico privado. Estas pautas irracionales son también aplicables a las decisiones financieras. Así podemos ver cómo, a pesar de la significativa preocupación sobre el sistema de público de pensiones o las crecientes dudas sobre su sostenibilidad, el peso que en la cartera de activos de las familias españolas tienen los fondos de pensiones y los seguros de ahorro y jubilación es significativamente bajo. Según el informe elaborado por ICEA en 2018, el porcentaje de fondos de pensiones externos en la cartera de activos de las familias es de un 5,2%, mientras que el correspondiente a los seguros de ahorro y jubilación es del 7,6%. Frente a éstos, el peso del efectivo y los depósitos es del 39,9%<sup>12</sup>.

No obstante, y como expondremos en la siguiente sección, de forma indirecta (o inconsciente), el consumidor español ahorra, pero focalizado en un activo muy ilíquido: la vivienda.



## Para reflexionar

De acuerdo a las estimaciones de ingresos futuros, la sostenibilidad del sistema público de pensiones requiere de un ajuste a la baja en el nivel medio de la pensión en el corto y medio plazo.

Este ajuste está motivado por las predicciones de aumento de gasto del sistema, en las siguientes direcciones:

- > A nivel **demográfico**, una elevada esperanza de vida;
- > A nivel del **mercado de trabajo**, un bajo ratio de cotizantes por pensionista;
- > A nivel **institucional**, una marcada volatilidad en la adopción de medidas legislativas para gasto.

Existe una creciente preocupación social sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones público. Paradójicamente, esta preocupación convive con tasas de ahorro bajas.

Entre las razones para los bajos niveles de ahorro se apuntan la ausencia de recursos para ahorrar, y el sesgo cortoplacista hacia el gasto.

12. Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones (ICEA). “Informe estadístico”, agosto 2018.

# Sección II.

Ahorro  
líquido  
**Ahorro  
ilíquido**

La liquidez es la capacidad de convertir los activos en dinero. En esta sección caracterizamos la riqueza de las familias, explicando su origen y distribución. Como veremos, una gran parte de la riqueza está invertida en activos ilíquidos, y principalmente, la vivienda. En este punto, incidiremos en la importancia de la liquidez, subrayando la distinción entre activos líquidos e ilíquidos.

## 2.1. La liquidez, una característica desapercibida

Tradicionalmente, los activos se han caracterizado por dos aspectos fundamentales: la rentabilidad y el riesgo. La rentabilidad refiere a la capacidad de un activo de generar una remuneración a su tenedor; por ejemplo, las rentas derivadas del alquiler de una vivienda en propiedad, o los dividendos de unas acciones. Por su parte, con riesgo nos referimos a la posibilidad de que un activo incurra en pérdidas (e.g. una acción cuyo valor cae por debajo del valor de compra), o que su emisor no sea capaz de atender las obligaciones contraídas (e.g. un bono).

Una tercera dimensión de los activos -a la que no se alude con frecuencia- es la referida a la liquidez. La liquidez describe el grado por el cual un activo puede ser comprado o vendido rápidamente en el mercado sin que su precio se vea afectado. En otras palabras, la capacidad de convertir los activos en dinero<sup>13</sup>. Estos activos pueden ser activos reales -viviendas, terrenos, joyas, obras de arte, etc.- o activos financieros -fondos de inversión, acciones, bonos, etc.-. En términos de liquidez, una vivienda tendrá una menor liquidez que un fondo de inversión o una cartera de acciones. Si deseamos vender una vivienda, el tiempo en transformarla en dinero será habitualmente de semanas o meses; por el contrario, un fondo de inversión o un paquete de acciones en general puede venderse inmediatamente. Como señala Ang (2014), en base a este razonamiento todos los activos son de alguna manera ilíquidos -incluso las acciones de grandes compañías que pueden venderse muchas veces cada segundo- pero, por supuesto, algunos activos son mucho más ilíquidos que otros.

La iliquidez o falta de liquidez de un activo se manifiesta en forma de transacciones infrecuentes, de pequeño volumen, o con escasa rotación. La siguiente tabla 2.1, extraída del artículo de Ang, Papanikolaou y Westerfield (2014), muestra diferentes activos (columna 1), su tipo -financiero o real- (columna 2) y el tiempo habitual entre transacciones (columna 3)<sup>14</sup>. Los autores también incluyen una medida de liquidez, que aquí hemos traducido como rotación anual (annualized turnover), y que se calcula como el número total de activos negociados en un año, sobre el número medio de activos en circulación durante dicho periodo. En este sentido, una rotación anual mayor indicará una mayor liquidez del activo. Esta información se presenta en la columna 4.

13. El concepto de liquidez se define de múltiples maneras en la literatura. En este trabajo, hemos optado por la definición proporcionada en la investopedia (<https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity.asp>) y el diccionario Cambridge (<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/liquidity>).

14. Ang, A., Papanikolaou D. y M. M.Westerfield (2014), "Portfolio choice with illiquid assets", Management Science, 60(11), pp. 2737-2761.

**Tabla 2.1**  
**Liquidez de diferentes activos financieros. Extraída de Ang, Papanikolaou y Westerfield (2014)**

Activo	Tipo	Tiempo habitual entre transacciones	Rotación anual
Acciones en mercados regulados	Financiero	Segundos	Por encima del 100%
Acciones en mercados no regulados (OTC)	Financiero	Un día, en algunos casos una semana	Aprox. 35%
Bonos corporativos	Financiero	En días	25-35%
Capital riesgo (private equity)	Financiero	Los fondos suele durar 10 años; la duración mediana de la inversión es de 4 años.	Menos del 10%
Vivienda residencial	Real	4-5 años, pero oscila entre meses a décadas	Aprox. 5%
Inversiones inmobiliarias institucionales (grandes volúmenes)	Real	8-11 años	Aprox. 7%
Arte	Real	40-70 años	Menos del 15%

Como se observa en la tabla 2.1, el grado de liquidez varía enormemente de unos activos a otros. En general, observamos una notable diferencia de liquidez entre la inversión en activos financieros, y la de activos reales. Por ejemplo, las acciones en mercados regulados, como la Bolsa, pueden monetizarse en cuestión de segundos. Sin embargo, estos tiempos pueden alargarse a meses (e incluso años) para el caso de la vivienda residencial. Según la información de esta tabla, los activos más líquidos serían las acciones en mercados regulados (como la Bolsa), mientras que los más ilíquidos son las inversiones en obras de arte, cuyo tiempo habitual entre transacciones alcanza las décadas.

Los ingresos de las familias son fundamentalmente ilíquidos

La liquidez no es un concepto ajeno a la economía doméstica, ni a nuestras vidas. En términos generales, la riqueza total de las familias tiene dos orígenes fundamentales,

- > Las rentas del trabajo;
- > El endeudamiento.

Las rentas del trabajo están muy correlacionadas con el capital humano. Si bien los individuos son capaces de aumentarlo a través de la educación o la experiencia, asimismo el capital humano puede disminuir por circunstancias como la enfermedad o la pérdida del empleo. Pero la cuestión aquí es, como señala Ang (2014), que el capital humano es un bien extremadamente ilíquido, puesto que no es directamente transaccionable. A excepción de los profesores, un individuo no puede transmitir su conocimiento de una forma continua y permanente en el tiempo. Por ejemplo, un taxista puede compartir puntualmente con un colega información específica acerca de un trayecto, pero no puede transferir en cada momento su habilidad para conducir.

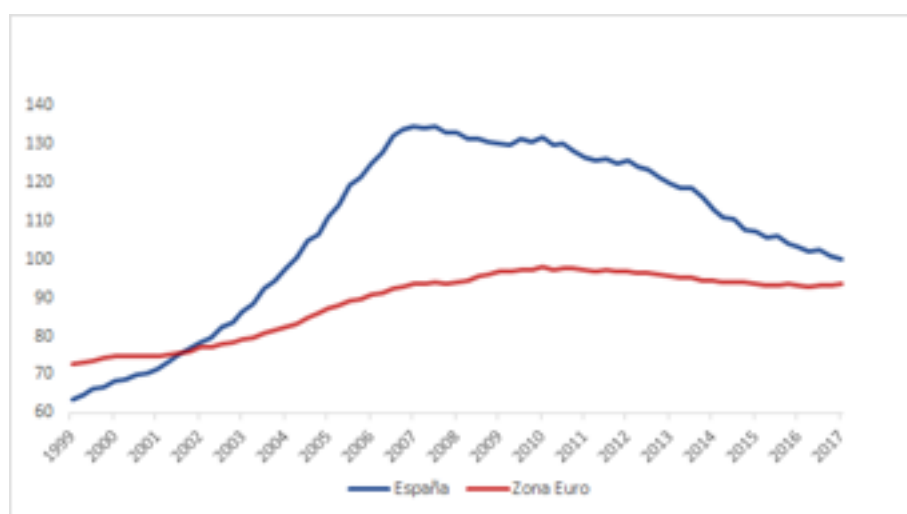
El endeudamiento, o apalancamiento, es la segunda fuente de recursos de las familias. Tradicionalmente, las familias suelen acudir a la deuda como instrumento para financiar las decisiones de inversión más importantes, generalmente la vivienda o el automóvil. En este sentido, el préstamo contraído para financiar esta inversión suele ser nominal e intransferible para el cliente, convirtiéndose en un bien ilíquido. Además, el individuo incrementa durante el tiempo de vida del préstamo su exposición al riesgo de tipo de interés.

A fin de ilustrar la evolución conjunta de las fuentes de riqueza de las familias, el gráfico 2.1 muestra los préstamos concedidos a los hogares como proporción del ingreso bruto disponible en España y



en los países de la zona Euro. Una ratio inferior a 100 indica que el ingreso bruto disponible es mayor que el préstamo concedido. Análogamente, una ratio superior a 100 señala que los préstamos superan los ingresos brutos del hogar. La principal conclusión del gráfico 2.1 es el aumento del apalancamiento que han experimentado los hogares españoles durante el período 2001-2008, seguido de un marcado desapalancamiento que se ha intensificado desde el año 2013. Partiendo de una ratio del 68,79% en marzo de 2001, los préstamos concedidos en España superan a las rentas disponibles en marzo del 2005, para situarse en un máximo de 134,56% en junio del 2008. Estos valores indican el excesivo endeudamiento de los hogares españoles durante la etapa de generación de la burbuja inmobiliaria. A partir de las crisis de 2008, el apalancamiento de los hogares españoles se ha ido corrigiendo progresivamente hasta el actual 100,02% (diciembre de 2017). Por tener un marco de referencia, el gráfico muestra cómo la ratio de apalancamiento de la zona Euro es siempre inferior al 100% a lo largo de todo el periodo mostrado, con un promedio de 95,4% desde marzo del 2010.

**Gráfico 2.1**  
**Préstamos concedidos a los hogares como proporción de la renta bruta disponible.**



## 2.2. La riqueza de los españoles es fundamentalmente ilíquida

La iliquidez es el factor más significativo de la riqueza de las familias españolas<sup>15</sup>. Según los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014, y mostrados en la tabla 2.2, los activos reales constituyen el 80,2% del valor de los activos totales de los hogares en 2014. Este valor de los activos reales en 2014 es ligeramente menor que el registrado en 2011, donde los activos reales constituían un 84,6%. Consecuentemente, ha habido una ligera reasignación hacia los activos financieros, que suponen el 19,8% de la riqueza en 2014<sup>16</sup>.

15. Esta sección recoge los aspectos más interesantes del ahorro familiar en España para el propósito de este informe. Para una información más detallada, véase el excelente informe "Ahorro familiar en España" (2011), Papeles de la Fundación N°39, dirigido por Domingo J. García Coto, y publicado por la Fundación de Estudios Financieros.

16. "Encuesta financiera de las Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011", Artículos Analíticos 2017, Banco de España, 24 de enero de 2017.

**Tabla 2.2**  
**Tenencia de activos por parte de los hogares. Fuente: Elaboración propia a partir de la EFF (2014)**

Año	Activos reales (%)	Activos financieros (%)
2011	84,6	15,4
2014	80,2	19,8

Los datos recogidos en la tabla 2.2 son consistentes con el peso de los activos no financieros en el total de la riqueza de los españoles, que es del 79% en promedio para el período 2009-2012, según la OCDE<sup>17</sup>.

Como se desprende de lo anterior, la riqueza de los españoles es, fundamentalmente, de naturaleza ilíquida. Este hecho no ha pasado desapercibido para las autoridades económicas españolas, como han manifestado en diversas ocasiones. Por ejemplo, el secretario de Estado de Economía en 2011, José Manuel Campa, declaró que España es uno de los países del mundo en el que existe una mayor concentración de la riqueza inmobiliaria por parte de las familias, lo que supone un ahorro “ilíquido”<sup>18</sup>. En fechas más recientes, el anterior gobernador del Banco de España, Luis María Linde, señaló que “[...] el peso tan grande del ahorro materializado en casas en propiedad es un argumento que hay que tener en cuenta y que no se suele mencionar en el análisis de las pensiones”<sup>19</sup>. En definitiva, la iliquidez de los ahorros en España es un hecho reconocido por las autoridades, y cuyo papel en las pensiones permanece todavía inexplorado.

**España es uno de los países del mundo en el que existe una mayor concentración de la riqueza inmobiliaria por parte de las familias.**

#### En detalle

Examinemos más en detalle la composición de activos reales y financieros. La tabla 2.3 desagrega los activos reales y financieros por tipo de activo. Dentro de los activos reales, la vivienda representó en 2014 el 57,4% del total de activos reales, seguido de otras propiedades inmobiliarias, con un 31,5%. Es decir, el 71,3% de la riqueza de las familias españolas estaba constituida por algún tipo de inversión inmobiliaria en 2014. Este porcentaje puede ser incluso mayor, pues en el valor de los negocios de trabajo por cuenta propia (tabla 2.3, columna 4), se incluye el valor de los terrenos y edificios del negocio, siempre y cuando estos no hayan sido incluidos por el hogar como parte de sus propiedades inmobiliarias.

17. Esta cifra se ha elaborado a partir de las fuentes utilizadas en el estudio “Patrimonio inmobiliarios y financiero de los hogares: tendencias y convergencia española con los estándares europeos”, por José Manuel Naredo, e incluido en el informe “Ahorro Familiar en España” (2011).

18. En este sentido, Campa apuntó que uno de los objetivos “es lograr que las familias crean que lo mejor para sus hijos no es dejarles un piso en herencia”, sino que hay otros valores que se pueden transmitir. (Véase noticia completa en “Campa apunta que la mejor herencia no es un piso”, 11/04/2011, RTVE Noticias <http://www.rtve.es/noticias/20110411/campa-apunta-mejor-herencia-no-piso/423796.shtml>)

19. “Linde: Muchos jubilados españoles tienen casa propia y eso mejora la pensión.” Agencia EFE, 01/03/2018. <https://www.efe.com/efe/espana/economia/linde-muchos-jubilados-espanoles-tienen-casa-propia-y-eso-mejora-la-pension/10003-3539308>

**Tabla 2.3**  
**Activos reales y financieros desagregados por tipo de activo**

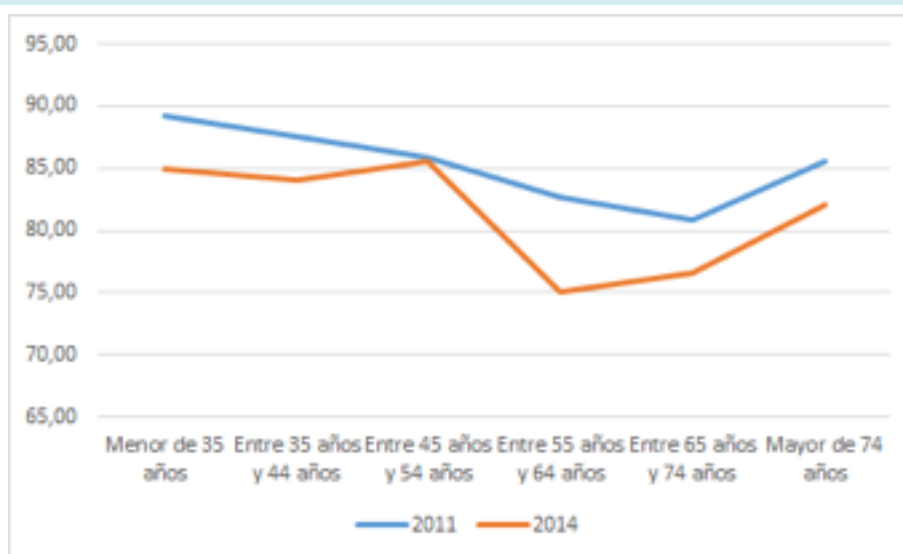
Año	Activos reales (%)				Activos financieros (%)					
	Vivienda principal	Otras prop. inobl.	Negocios trabajo C.P.	Joyas, arte, antig	Cuentas y dep. utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos	Acciones cotizadas en Bolsa	Fondos inversión	Planes pensiones	Acciones no cotizadas y participaciones
2011	60,6	29,1	9,3	1,0	18,0	22,9	9,2	5,6	18,7	16,0
2014	57,4	31,5	10,1	1,4	16,8	17,9	12,6	9,0	15,1	17,8

Fuente: Elaboración propia a partir de la EFF (2014)

En el caso español la elevada presencia de activos ilíquidos en la cartera de los españoles no parece ser una cuestión de renta o de educación financiera. Esta proporción disminuye al aumentar la renta, especialmente para el 40% de rentas más altas. Pero en el mejor de los casos, es decir para el 10% de rentas más altas, los activos reales siguen representando una parte elevada del valor de los activos de los hogares (73,3 %).

La encuesta financiera de las familias también proporciona una información muy interesante sobre el perfil generacional del ahorro. El gráfico 2.2 muestra la distribución del valor de los activos reales como porcentaje de los activos totales según la edad del cabeza de familia. Dos conclusiones relevantes pueden extraerse a partir de esta figura: primera, que el nivel del porcentaje de activos reales frente a totales ha caído en 2014 frente al registrado en 2011. Este hecho se produce para todas las franjas de edad, y sugiere una tendencia de las familias hacia la inversión en activos financieros. En segundo lugar, los activos reales ocupan un lugar preferente en los hogares constituidos por las generaciones más jóvenes, muy posiblemente porque la inversión principal que realizan estos hogares al constituirse es la inversión en vivienda.

**Gráfico 2.2**  
**Distribución del valor de los activos reales como porcentaje de activos totales según la edad del cabeza de familia**



Fuente: Elaboración propia a partir de la EFF (2014)

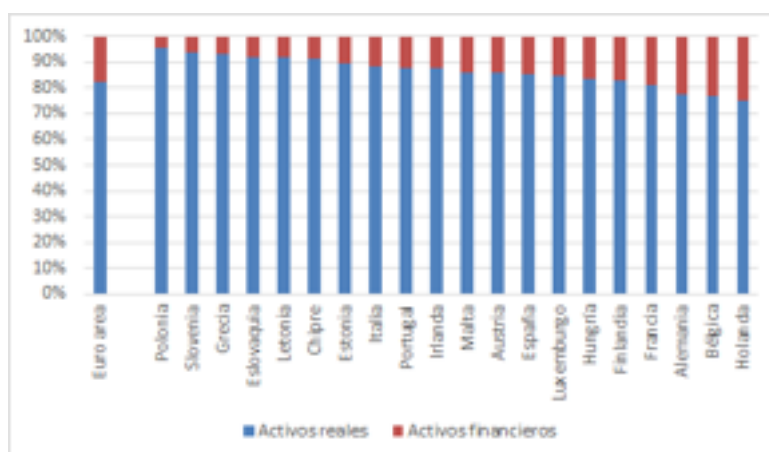
### 2.3. Comparativa internacional: activos reales frente a financieros

¿Invierten los españoles en vivienda más que el resto de los europeos? Las carteras de las familias españolas, ¿son más ilíquidas que las europeas? ¿Es esta preferencia por la iliquidez un rasgo específico de España, o es un factor sistemático en Europa?

Contra lo que pudiera pensarse, la composición de la cartera de activos de los españoles **no muestra diferencias significativas** con la cartera de activos de los países de su entorno. En otras palabras: la proporción en activos reales de las familias españolas no difiere sustancialmente de lo observado en el conjunto de Europa. De acuerdo con la información facilitada en la encuesta financiera de las familias europeas (EFFEU)<sup>20</sup> de 2017, la riqueza de las familias europeas está formada por activos reales en un 82,2%; el resto de los activos (17,8%) son financieros. En el caso de España, la EFFEU asigna un 85,1% a los activos reales, frente al 14,9% de financieros<sup>21</sup>.

El gráfico 2.3 muestra la proporción de activos reales y financieros sobre activos totales por países según la EFFEU. Como se observa, de entre los 20 países estudiados en la encuesta, España se encuentra en la posición 13, precedido por Austria (86,0% activos reales sobre el total) y sucedido por Luxemburgo (84,7%). Asimismo, es importante señalar que las grandes economías de la Eurozona se encuentran entre el núcleo de países con menor proporción de activos reales: Alemania tiene una proporción en activos reales del 77,6% sobre el total (puesto 18), y Francia 81,1% (puesto 17). Como señalábamos anteriormente, no parece que la cartera de activos de los hogares españoles difiera significativamente de las carteras del resto de hogares europeos.

**Gráfico 2.3**  
**Proporción de tipo de activos sobre total de activos para diferentes países de Europa**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EFFEU (2017)

20. El informe que hemos utilizado como base es el Household Finance and Consumption Network (2016), "The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave", Statistics Paper Series, No. 18.

Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecbsp18.en.pdf>

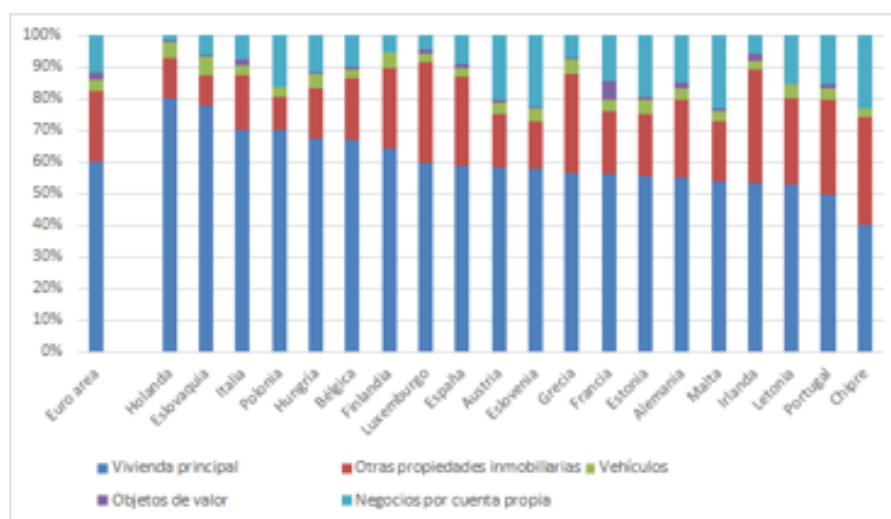
Para elaborar los gráficos, hemos utilizado los datos correspondientes a la última actualización de la encuesta de 24 de abril de 2017, y pueden descargarse en el siguiente enlace

[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)

21. Estos valores de activos reales son superiores a los observados en la EFF de España. Recordemos que, para la EFF, la composición de la cartera se establecía en 80,2% en activos reales, cinco puntos por debajo de los datos de la encuesta Europea. Estas divergencias podrían deberse a las fechas de referencia en la realización de las entrevistas. Según la documentación disponible, la EFFEU corresponde a 2011, y la EFF es de 2014.

Dentro de los activos reales, la vivienda principal de residencia es el activo más importante en la cartera de los europeos: representa el 49,5% sobre el total de los activos y, según la EFFEU, es el activo más importante dentro de los activos reales. En línea con este último resultado, el gráfico 2.4 muestra la desagregación de los activos reales por tipo de activo: vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, vehículos, objetos de valor y negocios por cuenta propia. Como se observa en la figura, la vivienda principal es la principal inversión en activo real para los europeos, seguida de otras propiedades inmobiliarias. En términos de vivienda principal, España se sitúa en el puesto 9 dentro de las 20 economías europeas -en estudio- con mayor porcentaje en vivienda principal.

**Gráfico 2.4**  
**Tipo de activos reales en porcentaje sobre total de activos reales para diferentes países de Europa**



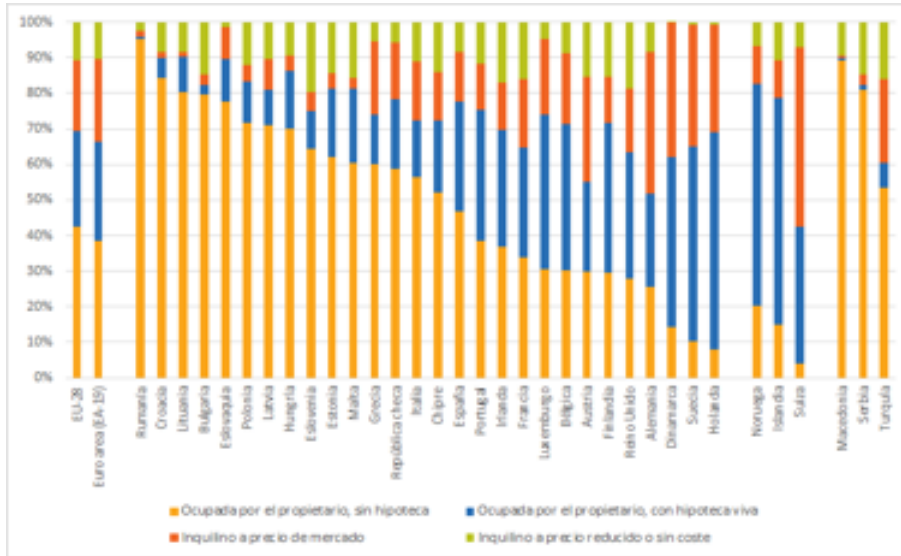
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EFFEU (2017)

Un dato complementario que evidencia cómo la preferencia por la vivienda en propiedad no es exclusiva de los españoles se ilustra en la siguiente figura. El gráfico 2.5 representa la distribución de la población para diferentes países europeos por tipo de tenencia según Eurostat<sup>22</sup>. A tenor de esta información, el 46,9% de la población española ocupa una vivienda en propiedad sin hipoteca, un porcentaje comparable algo superior al del área Euro (38,5%) y la Unión Europea (42,6%) en su conjunto. Esta diferencia sí que se acentúa cuando consideramos las viviendas ocupadas por el propietario con una hipoteca viva: España (77,8%), área Euro (66,4%) y Unión Europea (69,2%).

Más que un patrón idiosincrático del caso español, los datos del gráfico 2.5 sugieren una segmentación de la preferencia por la propiedad en Europa: por un lado, los países del Este y Mediterráneos, donde la inclinación hacia la propiedad es claramente destacable; por el otro, Alemania, Francia y los países del mar del Norte, con una tendencia más acentuada hacia el alquiler. En porcentaje, esta segmentación se traduce en un promedio de vivienda en propiedad (hipoteca y sin hipoteca) del 82,0% para los países situados a la izquierda de España en el gráfico (desde Rumanía hasta España); y de un 66,1% para los que están a la derecha (desde Portugal hasta Holanda).

22. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing\\_statistics#Type\\_of\\_dwelling](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing_statistics#Type_of_dwelling)

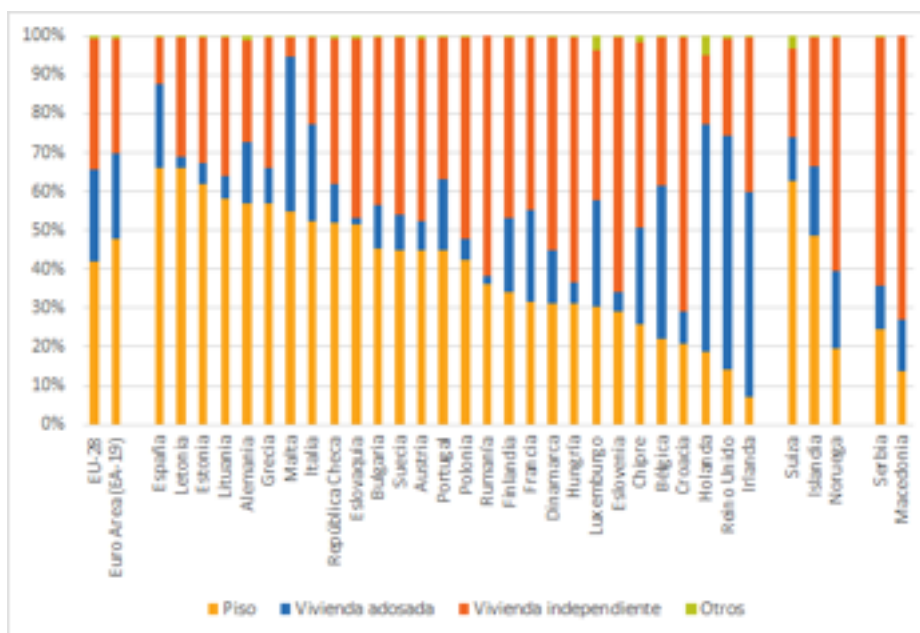
**Gráfico 2.5**  
**Distribución de la población por tipo de tenencia de la vivienda en 2016**



Fuente: Eurostat

Resulta aquí asimismo interesante el ilustrar un dato curioso: España es el país de entre los Estados miembros de la UE con un mayor porcentaje de población en pisos (66,1%), seguido de Letonia (66,1 %) y Estonia (62,0 %). Un porcentaje no obstante similar al que se observa en Suiza (62,7 %). Irlanda registra el valor más bajo, con sólo el 7,3%.

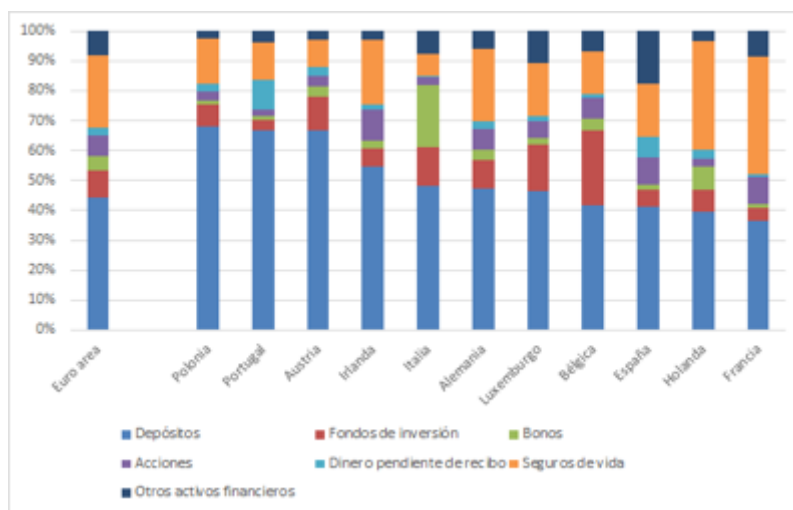
**Gráfico 2.5**  
**Distribución de la población por tipo de tenencia de la vivienda en 2016**



Fuente: Eurostat

Finalmente, el gráfico 2.6 muestra la cartera de inversión de las familias europeas por tipo de activo financiero sobre el total invertido en activos financieros. El contenido de este gráfico se explica mejor con un ejemplo: para la zona Euro (primera barra de la figura), sobre el total invertido en activos financieros por las familias europeas, el 44,2% está invertido en depósitos. El resto de la riqueza financiera se reparte entre fondos de inversión (9,1%), bonos (4,6%), acciones (7,1%), dinero pendiente de recibo (2,5%), seguros de vida (24,5%) y otros (8%).

**Gráfico 2.6**  
**Tipo de activo financiero en porcentaje sobre total de activos financieros para diferentes países de Europa**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EFFEU (2017). Algunos países han sido excluidos de la muestra por ausencia de datos en algunas categorías.

El gráfico 2.6 evidencia que la riqueza financiera de los hogares se mantiene principalmente en forma de depósitos: en España, el porcentaje de depósitos sobre el total de activos financieros es del 41,2%, similar al de Bélgica (41,8%) y Holanda (39,6%). El país europeo con mayor porcentaje de depósitos es Polonia (68,2%), seguido de Portugal (66,8%); el que menos, Francia, con un 36,4%. En términos de la participación de cartera sobre el total de activos (reales más financieros), los depósitos en la zona Euro presenta un peso relativo del 7,9%.

**Una parte muy importante del ahorro de las clases con menor renta está inmovilizado en un activo ilíquido (la vivienda); 73% de los hogares, frente a la media europea del 48%**

Dos últimos apuntes sobre la figura 2.6: en primer lugar, la sobreponderación en bonos de las familias italianas -20,6% de la cartera, frente al 4,6% en Europa-. Y en segundo, tanto Francia (39,4%) como Holanda (36,5%) exhiben porcentajes de inversión en seguros de vida que son el doble que en España (17,6%).

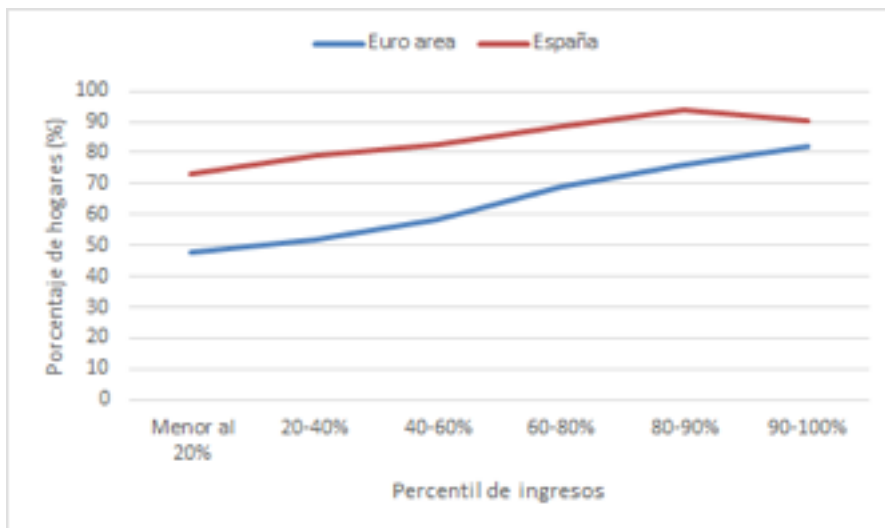
#### 2.4. Revisando la relación entre renta e inversión en activos ilíquidos: evidencia internacional

La inversión en activos ilíquidos no parece ser una cuestión de renta. De nuevo, los últimos datos de la EFFEU proporcionan resultados interesantes al respecto. El gráfico 2.7 muestra el porcentaje de hogares que poseen una vivienda en propiedad en función del percentil de ingresos para España (línea roja) y el resto del área Euro (línea azul)<sup>23</sup>. El gráfico evidencia cómo, para los tramos de ingresos más bajos,

23. Según la EFFEU (2016), "los ingresos del hogar se miden como ingresos brutos, y se definen como la suma de los ingresos laborales y no laborales de todos los miembros del hogar. Los ingresos laborales se recaudan para todos los miembros del hogar de 16 años o más; otras fuentes de ingresos se recaudan a nivel del hogar. Para algunos países, como los ingresos brutos no son bien conocidos por los encuestados, se calculan a partir de los ingresos netos proporcionados por el encuestado." (Traducido del original).

España registra un mayor porcentaje de hogares en propiedad (73,0%) que el promedio de los hogares europeos (47,6%). En este sentido, los datos sugieren que una parte importante del ahorro de las clases con menor renta en España está inmovilizado en un activo ilíquido (la vivienda).

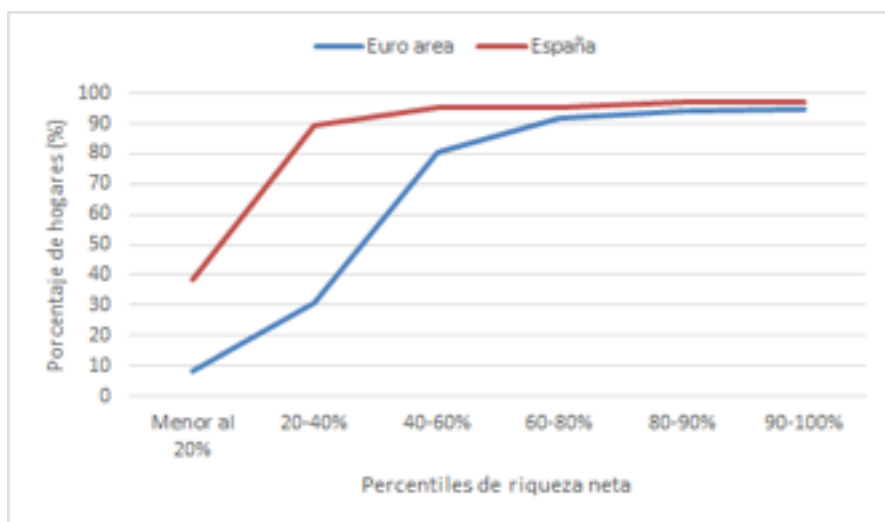
**Gráfico 2.7**  
**Porcentaje de hogares con vivienda principal en propiedad en función del nivel de ingresos**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EFFEU (2017)

Con objeto de analizar la robustez del resultado anterior a una definición diferente de la riqueza, el gráfico 2.8 representa el porcentaje de hogares con vivienda principal en propiedad en función del nivel de riqueza neta. Esta riqueza neta, o patrimonio neto, se define como la diferencia entre el total de activos (brutos) y el total de pasivos. Los activos totales consisten en activos reales y activos financieros. Las conclusiones principales permanecen inalteradas: primero, los segmentos de población españoles con menor riqueza neta muestran porcentajes de vivienda en propiedad significativamente superiores a los del promedio de Europa -38,2% en España, frente al 8,1% en Europa-. Segundo, los porcentajes de vivienda en propiedad españoles convergen a los europeos conforme aumentan las rentas, siendo las diferencias inapreciables a partir del percentil 60%.

**Gráfico 2.8**  
**Porcentaje de hogares con vivienda principal en propiedad en función del nivel de ingresos**



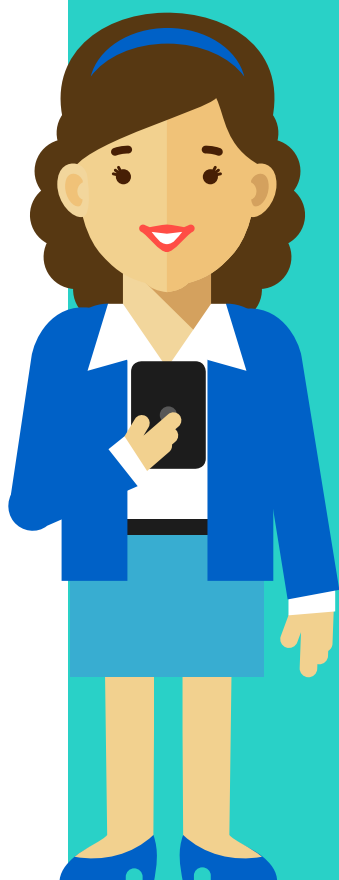
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EFFEU (2017)



La elevada presencia de activos ilíquidos tampoco parece ser una cuestión de renta o de educación financiera en otras economías occidentales. Ang (2014) señala que “los individuos pertenecientes a los percentiles más elevados de renta en los Estados Unidos dedican el 10% de sus carteras a activos como las joyas o el arte. Este porcentaje se eleva hasta el 20% para individuos de otros países. Asimismo, los inversores más sofisticados o profesionales han elevado significativamente sus posiciones en activos ilíquidos durante los últimos años. De acuerdo con la National Association of College and University Business Officers, los fondos de dotación (endowment funds) de las principales universidades norteamericanas tenían más del 25% de sus activos invertidos en activos alternativos en el año 2011, frente al 5% en los años 1990s. Una situación similar se encuentra en los fondos de pensiones. En 1995, mantenían menos del 5% de sus carteras en alternativas ilíquidas, siendo cercana al 20% en el 2011”.

Una vez expuestos todos los datos anteriores, la principal conclusión de esta sección puede resumirse a continuación: la compra de vivienda supone, desde un punto de vista financiero, la adquisición de un activo altamente ilíquido, con un riesgo idiosincrático muy elevado que depende en gran medida de condiciones de mercado muy específicas o locales (ubicación, precio del suelo, oferta de viviendas a su alrededor, etc.). El inversor en vivienda suele adquirir este bien mediante el endeudamiento, incrementando durante el tiempo de vida del préstamo su exposición al riesgo de tipo de interés.

Nuestro estudio muestra que el ahorro de las familias españolas es fundamentalmente ilíquido, con un 80,2% invertido en activos ilíquidos, y un 19,8% en activos financieros. Más en detalle, el 71,3% de la riqueza total de las familias españolas en 2014 estaba constituida por algún tipo de inversión inmobiliaria. Finalmente, la composición de la cartera de activos de los españoles no parece mostrar diferencias significativas con la cartera de activos de los países de su entorno.



## Para reflexionar

- > Además de la rentabilidad y el riesgo, la liquidez es una característica igualmente importante para la toma de decisiones de ahorro-inversión
- > La liquidez es la capacidad de convertir los activos en dinero. La falta de liquidez se traduce en tiempos de transacción más largos.
- > El ahorro de las familias españolas es fundamentalmente ilíquido. Según la encuesta financiera de las familias europeas (EFFEU) de 2017, los españoles tienen un 85,1% invertido en activos ilíquidos, y un 14,9% en activos financieros.
- > España es un país con un porcentaje de vivienda en propiedad superior al promedio europeo pero similar al del resto de los países mediterráneos y del Este. Alemania, Francia y los países del mar del Norte muestran una tendencia más acentuada al alquiler
- > Los segmentos de población españoles con menor riqueza neta muestran porcentajes de vivienda en propiedad significativamente superiores a los del promedio de Europa -38,2% en España, frente al 8,1% en Europa-
- > El 71,3% de la riqueza total de las familias españolas estaba constituida en 2014 por algún tipo de inversión inmobiliaria.

# Sección III.

Cómo  
transformar  
la riqueza  
inmobiliaria  
**en riqueza  
liquida**

Como hemos visto anteriormente, las previsiones apuntan a un escenario futuro donde se necesite una fuente adicional de ingresos en la etapa de la jubilación (Sección 1). Además, hemos presentado evidencias de que el ahorro de los españoles está concentrado en gran medida en activos ilíquidos, principalmente inmobiliarios (Sección 2). Esto último supone una fuente de ahorro significativa que podría convertirse en liquidez en la etapa de jubilación.

Esta sección presenta un conjunto de productos financieros y aseguradores que permiten complementar los ingresos durante la jubilación mediante la monetización -total o parcial- de la vivienda en propiedad. Como mostramos a continuación, el mercado ofrece una variedad de contratos financieros que pueden aplicarse a las situaciones más habituales a la hora de licuar activos ilíquidos.

### 3.1 Alternativas tradicionales: downsizing, alquiler y venta

Los propietarios de vivienda en edad de jubilación que puedan necesitar una fuente adicional de ingresos afrontan los siguientes riesgos<sup>24</sup>:

- > riesgo de longevidad,
- > riesgo de dependencia,
- > riesgo de descenso brusco del valor de sus activos inmobiliarios

El **riesgo de longevidad** captura el riesgo de que las provisiones técnicas de los productos de jubilación e invalidez resulten insuficientes por haberse basado en “tablas de supervivencia con hipótesis inferiores a las reales<sup>25</sup>”. En términos coloquiales, y desde el punto de vista de las entidades aseguradoras, el riesgo de longevidad se refiere a la posibilidad de que los individuos vivan más de lo esperado.

El riesgo de longevidad conlleva aparejadas otras dificultades. Por un lado, **una mayor longevidad** está asociada de forma natural a **un mayor riesgo de dependencia**, que es susceptible de generar un déficit adicional de recursos económicos como consecuencia de mayores gastos ligados a satisfacer las necesidades médicas o asistenciales de las personas más longevas. Por el otro, expondría al individuo ante un riesgo de **insuficiencia de recursos** en la última fase del ciclo vital como consecuencia de las tensiones financieras en el sistema público de pensiones.

Para minimizar estos riesgos, existen tres alternativas tradicionales: el downsizing, el alquiler y la venta.

#### Una cobertura natural: el downsizing

Desde el punto de vista financiero, una cobertura natural para este tipo de riesgos consiste en la venta de la vivienda habitual para comprar otra de tamaño más reducido (downsizing, en inglés). En teoría, esta decisión de inversión es una buena alternativa para familias cuyos hijos ya se han emancipado, pues permite mantener una calidad de vida similar pasando a residir en un espacio más acorde a las nuevas necesidades. Asimismo, los posibles beneficios por la venta de una vivienda de mayor tamaño -exentos de tributación-, permiten mejorar el balance intertemporal de recursos con los que atender las necesidades durante la jubilación.

Entre los **inconvenientes** del *downsizing* están, en la práctica, los altos costes de transacción que resultan tanto de la operación de venta como de la operación de compra (gastos notariales, registrales, e impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados). Asimismo, la decisión conjunta de compra-venta puede acarrear costes adicionales de alquiler intermedio si las operaciones distan entre sí un intervalo de tiempo de varios meses.

24. Hanewald, K., Post, Thomas y M. Serris (2016), Portfolio Choice in the retirement: What is optimal home equity release? The Journal of Risk and Insurance, 83(2), 421–446.

25. Instituto santalucía (junio 2018). “El reto de la longevidad en el s. XXI. Cómo afrontarlo en una sociedad de cambio”, dirigido por José A. Herce e Iratxe Galdeano.

Además de razones de coste, existen **factores subjetivos** que limitan la aplicación del downsizing en la práctica. Muchas personas son reacias a realizar este tipo de operaciones de venta y compra de una propiedad menor o una permuta de activos. Algunos estudios destacan la fuerte preferencia de las personas de edad por **envejecer en sus hogares**<sup>26</sup>. Por razones emocionales, los individuos mostramos gran resistencia a cambiar de vecindario y dejar el entorno que nos resulta más familiar. Los estudios también señalan que, aunque tengan un exceso de espacio en sus hogares, frecuentemente se niegan ir a una vivienda de menores dimensiones porque ello les supondría tener que prescindir de parte del mobiliario, enseres y recuerdos de la mayor parte de su vida, o bien porque priorizan tener espacio disponible para las visitas de sus hijos y nietos.

En conclusión, de una parte los costes de transacción y, de otra, los factores emocionales, limitan el recurso al downsizing. Las personas quieren continuar en sus hogares; venderlos e irse a otro lugar es una suerte de último recurso que prefieren evitar.

### Alquiler y venta como complementos a la pensión

Una segunda alternativa al alcance de los propietarios es el **alquiler o la venta** de la vivienda principal, obteniendo de esta manera una renta arrendaticia o un capital. Respecto al alquiler, el enorme desarrollo y difusión que han experimentado las plataformas digitales de alojamientos a particulares y turísticos está suponiendo un revulsivo a la posibilidad de alquilar parcialmente la vivienda. La prensa actual da cuenta de esta nueva situación: según el artículo<sup>27</sup> titulado “Las personas mayores también comparten piso” y publicado en el periódico El País el 26 de marzo de 2018, “Algunos [pensionistas] se han decantado por la renta vitalicia, la venta con alquiler garantizado o la venta de la nuda propiedad. Y otros por alquilar una habitación, una tendencia al alza con la que consiguen un complemento a la pensión sin perder su casa”. En otro artículo<sup>28</sup> del mismo periódico, esta vez del 4 de octubre de 2018, se señala que “El anfitrión senior —más de 60 años— típico en España gana 2.800 euros anuales gracias al alquiler turístico. El 41% de esos anfitriones necesita esos ingresos para llegar a fin de mes, según una encuesta de Airbnb a nivel global. Casi la mitad dice poder seguir en sus hogares gracias a ese extra.”

El alquiler total de la vivienda o su venta son opciones que permiten el acceso a un nivel de ingresos mayor, ya sea en forma de renta (alquiler) o capital. Sin embargo, estas opciones plantean el inconveniente de buscar una vivienda alternativa (y sus factores subjetivos anteriormente señalados), o contratar los servicios de una residencia especializada en la atención a la tercera edad. El incremento de las tasas de dependencia, consecuencia de la esperanza de vida, así como los cambios culturales en relación a la familia tradicional, sugieren un progresivo incremento futuro en la demanda de este tipo de servicios residenciales especializados.

**Por razones emocionales los individuos muestran una fuerte preferencia a “envejecer en sus hogares”. Sin embargo el aumento de la esperanza de vida y consecuentemente las tasas de dependencia sugieren un fuerte crecimiento de la demanda de servicios residenciales para mayores.**

La problemática de cómo obtener vías de ingresos complementarios para cubrir las necesidades adicionales de recursos en la etapa de jubilación (y dependencia) es de esperar que adquiera una importancia creciente en el medio plazo, a medida que el diferencial entre las prestaciones públicas del sistema de pensiones y las necesidades económicas se amplíe. Es por ello que aquellas alternativas que permitan 1) **convertir el ahorro ilíquido** -fundamentalmente inmobiliario- en rentas, y 2) que a la vez **permitan continuar disfrutando de los hogares** hasta su fallecimiento, son las que reúnen los dos ingredientes deseados por los consumidores.

26. O'Mahony, L.F. y L. Overton (2015), Asset-based Welfare, Equity Release and the Meaning of the Owned Home, Housing Studies, 30 (3), 392–412.

27. López Letón, S. (16 de marzo de 2018). “Las personas mayores también comparten piso”, El País. Disponible en: [https://elpais.com/economia/2018/03/23/actualidad/1521819732\\_990677.html](https://elpais.com/economia/2018/03/23/actualidad/1521819732_990677.html)

28. Mateo, J. J. (4 de octubre de 2018). “Los jubilados asaltan el alquiler turístico”, El País. Disponible en: [https://elpais.com/ccaa/2018/10/03/madrid/1538574985\\_821549.html](https://elpais.com/ccaa/2018/10/03/madrid/1538574985_821549.html)

Actualmente contamos con productos financieros y aseguradores que satisfacen las anteriores condiciones, **permitiendo obtener liquidez y disfrute de la vivienda**. Estos productos son la **hipoteca inversa** y la **vivienda-pensión**, que analizamos a continuación.

## 3.2 La hipoteca inversa. Antecedentes

En esta sección presentamos brevemente los orígenes de la hipoteca inversa. Estudiaremos las deficiencias asociadas a los contratos originales de estos productos -la desprotección ante el vencimiento del contrato y la temporalidad de la renta-, y que motivaron los productos actuales de hipoteca inversa que estudiaremos en la sección 3.3.

### 3.2.1 La hipoteca inversa temporal

El origen de la hipoteca inversa se remonta a los años 60 del siglo XX, cuando en Inglaterra y en Estados Unidos se empieza a utilizar el concepto de hipoteca inversa (*reverse mortgage*), o el más genérico de “liberación de capital” (*equity release*).

Originalmente, la hipoteca inversa tenía un vencimiento determinado<sup>29</sup>. Se utilizaba un tipo de hipoteca muy similar a la aplicada para la compra financiada de la vivienda. En este sentido, la entidad prestamista entregaba una suma única o bien abría una línea de crédito para que el prestatario pudiera ir disponiendo de fondos periódicamente, con la garantía hipotecaria de un inmueble. Se establecía un vencimiento de la operación al término del cual el prestatario resultaba obligado a devolver los fondos recibidos junto con los intereses devengados.

Para devolver el préstamo al vencimiento el prestatario tenía, en muchas ocasiones, que vender la vivienda, pagando capital e intereses. La diferencia entre el importe de la venta y el de la deuda correspondía al vendedor. De no repagar la deuda, la entidad financiera podría ejecutar la garantía mediante subasta del bien hipotecado.

Durante la vida de una hipoteca inversa podían darse dos tipos de situaciones:

- › Que el **prestatario falleciese** durante el periodo de la hipoteca, es decir **antes del vencimiento**. En este caso los **herederos** podían **adjudicarse** la vivienda con la obligación de **pagar** el saldo vivo de la deuda.
- › Que el prestatario **siguiese con vida** al vencimiento de la hipoteca, en cuyo caso probablemente **tendría que vender** el bien hipotecado para hacer frente a la devolución del préstamo (capital más intereses). A partir de ese momento, el prestatario perdía por tanto la propiedad y disponibilidad de la vivienda. En ese sentido, habría consumido la mayor parte del valor de su activo inmobiliario percibiendo una renta periódica temporal.

Por todo lo anterior, la persona que contrataba una hipoteca inversa se enfrentaba al dilema de calibrar bien el horizonte de la inversión. Si el vencimiento de la hipoteca inversa es de muy corto plazo, recibirá rentas más altas, pero se incrementa la probabilidad de que aparezca el segundo escenario factible, en donde el individuo que sigue vivo ha descapitalizado su ahorro vital a un ritmo demasiado rápido. En este escenario, el individuo se encontraría con menos recursos en una edad muy avanzada, justo cuando el nivel de dependencia y sus necesidades económicas tienden a incrementarse.

Para evitar la desprotección que podría generar un individuo muy sesgado por el consumo en el corto plazo y con una cierta miopía en su planificación financiera intertemporal, las entidades financieras evolucionaron hacia otro tipo de contrato que mitiga este inconveniente, la hipoteca inversa vitalicia, y que analizamos a continuación.

29. Cabrero, J. (2017) “La hipoteca inversa: El marco en el que se desenvuelve, visión sociológica, económica y jurídica.” Tesis Doctoral. Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED). Disponible en: [http://e-spacio.uned.es/fez/eserv/tesisuned:ED-Pg-DeryCSoc-Jcabrero/CABRERO\\_GARCIA\\_Jaime\\_Tesis.pdf](http://e-spacio.uned.es/fez/eserv/tesisuned:ED-Pg-DeryCSoc-Jcabrero/CABRERO_GARCIA_Jaime_Tesis.pdf)

### 3.2.2. La hipoteca inversa vitalicia

La hipoteca inversa **vitalicia** es la evolución natural de la hipoteca con vencimiento pactado. En este producto financiero, la necesidad de devolver el préstamo en el caso de que el cliente sobreviva más allá del vencimiento queda solventado, ya que la hipoteca inversa vitalicia sólo vencerá en el momento del fallecimiento. Por tanto, **la persona puede seguir disfrutando la vivienda a lo largo de todo su ciclo vital**.

Sin embargo, en el caso de la hipoteca inversa vitalicia, el cliente no traslada a la entidad el riesgo de longevidad -al menos en toda su extensión-. Si bien la obligación de devolver la deuda acumulada no surge hasta el momento del fallecimiento, las percepciones periódicas tienen una cuantía fija a lo largo de un horizonte temporal concreto. Por tanto, dado que la **renta** que percibe el cliente es temporal, en el caso de que sobreviva al periodo de devengo puede volver a encontrarse en una situación de necesidad adicional de recursos.

Una vez finalizado el periodo de percepción de rentas, no existe la obligación de devolver ninguna cantidad hasta que el prestatario fallezca. Por tanto, la deuda sigue generando intereses hasta dicho momento.

### 3.3. La hipoteca inversa en nuestros días

Los actuales contratos de hipoteca inversa subsanan deficiencias originales de estos productos, como la desprotección ante el vencimiento del contrato -hipoteca inversa temporal- y la temporalidad de la renta -hipoteca inversa vitalicia-. En esta sección presentamos las principales características de estos contratos.

#### 3.3.1. Hipoteca inversa con renta vitalicia diferida

La hipoteca inversa con renta vitalicia diferida surge para dar respuesta a la problemática del riesgo de longevidad. Para cubrir adecuadamente este riesgo, existe la posibilidad de combinar dos productos financieros complementarios como son la renta financiera y la renta vitalicia. El mecanismo es muy sencillo: el individuo que suscriba una hipoteca inversa con renta vitalicia diferida recibiría, por un lado, una renta financiera durante su periodo de vida esperada. En el momento en el que el cliente excede la expectativa de vida prefijada, se activa el segundo producto, y recibirá una renta vitalicia diferida.

De esta forma, la combinación de ambos productos el individuo **permite cubrir adecuadamente su riesgo de longevidad**.

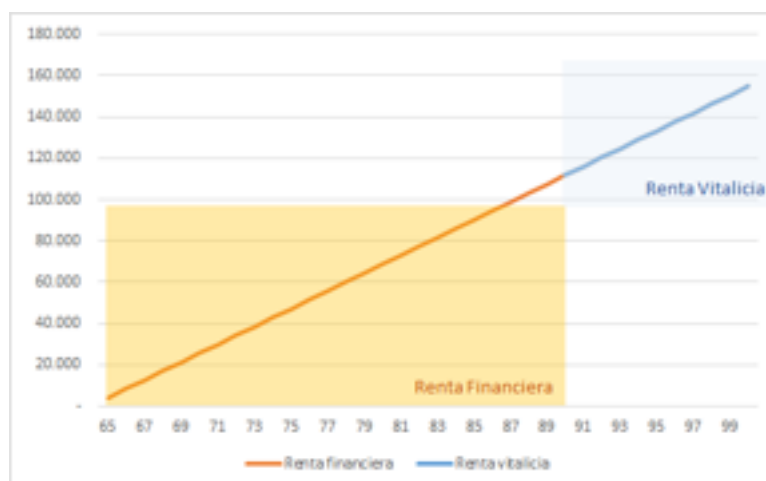
A modo de ejemplo, supongamos que una persona de 65 años suscribe una hipoteca inversa con renta vitalicia diferida. Con este producto, el cliente financia:

- (i) Una renta financiera temporal pactada hasta que cumpla los 90 años.
- (ii) Una renta vitalicia asegurada diferida que se ha contratado en el momento inicial que se pagará a partir de dicho momento.

El gráfico 3.1 muestra la combinación de ingresos generados con una renta financiera asociada a una hipoteca inversa y una renta vitalicia actuarial en caso de superar la edad de fallecimiento estipulada. Como se observa en la figura, si el cliente fallece antes de cumplir los 90 años la renta financiera continúa pagándose a los herederos, y la renta vitalicia asegurada no llegará a constituirse. Por el contrario, en el caso de que el cliente supere esta edad, la renta vitalicia asegurada se le pagará hasta su fallecimiento, momento en el que se extinguirá.

En el caso de la hipoteca inversa con renta vitalicia diferida, los herederos pueden adquirir la propiedad al fallecimiento con la obligación de repagar el préstamo.

**Gráfico 3.1**  
**Combinación de ingresos generados con una renta financiera asociada a una hipoteca inversa y una renta vitalicia actuarial en caso de superar la edad de fallecimiento estipulada**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EFFEU (2017)

### 3.3.2 Hipoteca inversa con renta vitalicia inmediata

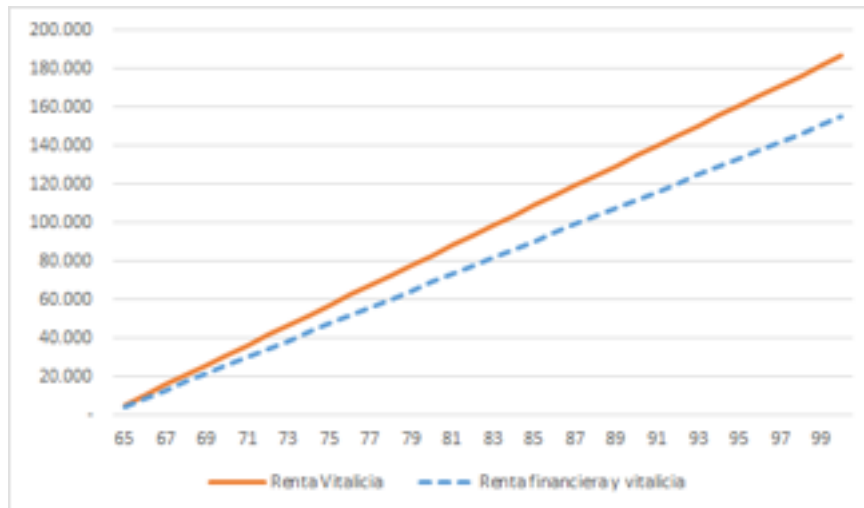
En el caso de la hipoteca inversa con renta vitalicia inmediata, el préstamo hipotecario se dedica íntegramente a financiar la prima única de una renta vitalicia asegurada. La renta aquí es inmediata, en lugar de diferida como en el apartado anterior, por la que el cliente la empieza a percibir desde el momento inicial.

Mencionamos a continuación algunas características de la hipoteca inversa con renta vitalicia inmediata:

- › En el caso de fallecimiento prematuro, la carga hipotecaria sobre el inmueble sigue siendo el capital entregado más los intereses acumulados hasta el momento de fallecimiento.
- › Pongamos como ejemplo un caso extremo. Se constituye una renta vitalicia mensual, entregando como prima el importe total del préstamo hipotecario. Si el fallecimiento se produjera de forma repentina a los dos meses de la constitución de la operación, sólo habría cobrado dos términos de renta. Sin embargo, la deuda hipotecaria a amortizar sería el capital total invertido en la prima de la renta vitalicia más los intereses acumulados.
- › Por el contrario, si el rentista sobrevive muchos años, seguirá cobrando la renta vitalicia durante toda su trayectoria vital y disfrutando de la vivienda hasta el momento del fallecimiento.

**Gráfico 3.2**

**Comparación entre el importe acumulado de percepciones en las dos alternativas; (i) combinación de renta financiera y renta actuarial (ii) renta vitalicia actuarial inmediata desde el momento inicial. Calculado para un varón de 65 años, capital de 100.000 euros y tipo de interés técnico del 1,5% y tablas actuariales PERMF00 de nueva producción.**











Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EFFEU (2017)

En el gráfico se muestra la comparación de los ingresos percibidos por la contratación de una hipoteca inversa con renta vitalicia inmediata (línea naranja) y diferida (línea azul). Nótese que las cantidades acumuladas que percibe el beneficiario en el caso de una renta vitalicia inmediata son superiores a la combinación de renta financiera más renta vitalicia diferida. Esto se debe a la mutualización de los riesgos de mortalidad en la renta inmediata: la entidad aseguradora paga rentas mayores a los supervivientes porque dejaría de pagarlas a aquellos beneficiarios que fallezcan prematuramente.

En el caso de la hipoteca inversa con renta diferida, se pagaría una renta con independencia de que el cliente viviera o no hasta los 90 años; ese dinero provendría de la renta financiera. A partir de esa edad, el cliente percibiría ingresos de la renta vitalicia.

Con el fin de facilitar la comprensión de toda la información expuesta hasta el momento, la tabla 3.1 presenta a modo de resumen toda la información sobre productos de hipoteca inversa y otras figuras afines.



	 <b>HIPOTECA INVERSA</b>	 <b>HIPOTECA INVERSA CON RENTA VITALICIA DIFERIDA</b>	 <b>HIPOTECA INVERSA CON RENTA VITALICIA INMEDIATA</b>	 <b>VIVIENDA PENSIÓN (VENTA CON USUFRUCTO)</b>	 <b>VENTA DE LA VIVIENDA U OTROS BIENES</b>
 <b>RENTA PARA EL SOLICITANTE</b>	Percibe una renta exenta de tributación La renta se termina a una edad prefijada	Percibe una renta exenta de tributación A su término percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable	Percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable Es una renta más alta que la meramente financiera por el componente de mortalidad	Venta de la nuda propiedad que genera un capital No hay obligación de devolución ni de pago de intereses Percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable	Ganancia patrimonial exenta Percibe el valor de mercado de la propiedad con el que construye una renta vitalicia más elevada Percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable
 <b>DISPONIBILIDAD DEL INMUEBLE</b>	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	No puede seguir habitando la vivienda salvo arrendamiento
 <b>PARA LOS HEREDEROS</b>	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	No tienen opción de adquirir la propiedad	No tienen opción de adquirir la propiedad

### 3.4 Otras figuras afines

En el ámbito de las soluciones para complementar rentas a partir de activos ilíquidos, han surgido nuevos contratos y exenciones fiscales que tratan de acomodar la percepción de ingresos complementarios con nuevas tendencias sociales, como la decisión de no transmitir la propiedad en el fallecimiento. En esta sección revisamos brevemente algunos de ellos.

#### 3.4.1. Venta de la vivienda por mayores de 65 años y constitución de una renta vitalicia

La venta de la vivienda habitual por mayores de 65 años puede ser una solución idónea para personas que no tienen interés en transmitir la propiedad a su fallecimiento, normalmente porque carecen de herederos o bien porque estos están en una posición económica más favorable.

La venta de la vivienda habitual por mayores de 65 años está exenta en IRPF. En concreto la ganancia de capital obtenida por la diferencia entre precio de venta y el de adquisición no soportará ningún tipo de tributación en concepto de renta.

El vendedor obtendrá financiación por el valor de mercado de la vivienda (sensiblemente mayor al valor por el que se puede hipotecar). Por ello la renta vitalicia que puede adquirir será también muy superior al de la alternativa hipotecaria.

El inconveniente es que el vendedor pierde el uso de la vivienda transmitida, si bien tiene algunas opciones que pueden paliar esta situación:

- › Acordar con el comprador el alquiler de la vivienda transmitida,
- › Alquilar otra vivienda distinta,
- › Optar por una alternativa residencial específica para la tercera edad en función de sus necesidades y preferencias. Esta alternativa tendría la ventaja de ser complementada con servicios específicos para la tercera edad.

### 3.4.2. Venta de otro bien inmueble o mueble en el caso de mayores de 65 años

Existe también un importante beneficio fiscal para la venta por mayores de 65 años de bienes inmuebles que no constituyan su residencia habitual o bienes muebles como fondos de inversión o acciones.

A diferencia del caso de la vivienda habitual este supuesto de exención está sujeto a dos condiciones:

- › Que el importe de los bienes vendidos no exceda de 240.000€.
- › Que se invierta en una renta vitalicia en el plazo de 6 meses.

### 3.4.3. Producto vivienda-pensión

El producto vivienda-pensión puede ser una solución idónea para aquellas personas que necesiten vender su vivienda a fin de conseguir ingresos complementarios y que tengan interés en seguir habitándola de forma vitalicia.

Este tipo de solución ha existido desde hace muchos años en forma de contratos privados entre particulares en países como Francia, Portugal y Polonia<sup>30</sup>. También en España se han dado este tipo de acuerdos entre personas físicas, si bien de manera puntual y no sistemática.

El producto vivienda-pensión consiste en la venta de la vivienda con reserva del derecho de usufructo vitalicio. Nuestro Código Civil regula en sus artículos 467 a 522 el derecho real de usufructo. Se trata del derecho de usar y disfrutar de la cosa usufructuada. El titular de este derecho sobre una vivienda (usufructuario) puede no solo usarla sino también alquilarla (percibir sus frutos). De esta manera el propietario tiene la nuda propiedad de la vivienda, pero no su uso y disfrute, que corresponde al usufructuario.

Por tanto, la operación de vivienda-pensión consiste en que los propietarios de una vivienda la venden y obtienen un precio a cambio, pero retienen el usufructo, es decir, el derecho de uso y disfrute de la misma mientras vivan. Pueden seguir habitando la vivienda, o incluso alquilarla, hasta el momento del fallecimiento.

Naturalmente, el valor de la venta con reserva del derecho de usufructo será inferior al de la venta de la plena propiedad. La diferencia será inversamente proporcional a la edad de usufructuario: cuanto mayor esperanza de vida tenga, mayor será también el valor del usufructo y menor por tanto la cantidad percibida por la venta.

Con el importe de la venta el vendedor puede, entre otras opciones, suscribir un seguro de renta vitalicia que le asegure una prestación periódica hasta el momento de fallecimiento. Cuando éste se produzca, el derecho de usufructo se extingue y se consolida la propiedad plena. De esta manera el adquirente, que hasta ese momento solo tenía un derecho de propiedad limitado, pasa a tener un derecho pleno.

**La hipoteca inversa y el producto vivienda pensión (venta con reserva de usufructo) son alternativas idóneas para personas que quiera obtener una renta monetizando su vivienda pero continuado en ella de forma vitalicia.**

30. Reifner, U., S. Clerc-Renaud, E. F. Perez-Carillo, A. Tiffe, y M. Knoblauch, (2009b) "Study on Equity Release Schemes in the EU," Part 2: Country Reports, Hamburg.

### 3.5. Breve descripción de la regulación legal y fiscal en España

Como hemos visto, la hipoteca inversa es un producto financiero que permite obtener liquidez a lo largo de un horizonte de tiempo. Esta forma de financiación consiste en la obtención de un préstamo o línea de crédito con la garantía hipotecaria de un activo inmobiliario (frecuentemente, la vivienda habitual) para obtener un capital o una serie de prestaciones periódicas con las que complementar los recursos económicos necesarios para atender a las necesidades de la jubilación o la dependencia.

Sus características fundamentales son las siguientes<sup>31</sup>:

- Como su nombre indica, se trata de una financiación inversa. En una hipoteca convencional el sujeto se endeuda para acumular riqueza inmobiliaria. En la hipoteca inversa el objeto es obtener liquidez utilizando como colateral la riqueza inmobiliaria en propiedad.
- Está sujeta a una regulación específica que establece los requisitos básicos, (entre ellos el de edad mínima) y los derechos del prestatario y el prestamista.
- Las regulaciones tienden a imponer requisitos de transparencia, así como la intervención de asesores independientes que protejan los derechos del cliente.
- No existe un plazo prefijado de vencimiento. La hipoteca vencerá al fallecimiento del último prestatario, salvo incumplimiento contractual o venta del inmueble.
- El deudor hipotecario retiene la propiedad y con ella, el pleno disfrute de la vivienda (incluso puede alquilarla) así como continúa haciéndose cargo de los gastos de la misma.
- La prestación puede ser en forma de capital único, de disposición de una línea abierta de crédito o el pago de una cantidad periódica.
- El prestatario puede dedicar los recursos obtenidos al consumo o a la contratación de rentas vitalicias o temporales.

#### 3.5.1 Conceptualización legal de la hipoteca inversa

En España, la hipoteca Inversa está regulada por la ley 47/2007 que modifica la Ley del Mercado Hipotecario. Se trata de una operación financiera diseñada para mejorar el nivel de vida de las personas mayores mediante la obtención de liquidez que complementa sus ingresos. Esta operación no implica que tras el fallecimiento de estas personas sus herederos pierdan directamente el acceso a la propiedad del inmueble hipotecado. De hecho, heredan la vivienda con la carga hipotecaria. Los herederos deben pagar el importe del capital acumulado y los intereses o bien alcanzar algún acuerdo de refinanciación con la entidad prestamista.

La legislación española describe los requisitos para que la operación reciba la calificación de hipoteca inversa:

1. Que el solicitante o beneficiarios sean personas de 65 años o más o bien tengan una discapacidad igual o superior al 33% o estén en situación de dependencia severa o gran dependencia<sup>32</sup>. El número de propietarios del bien hipotecado puede ser uno o varios. El caso más común será del 1 ó 2 propietarios. Pero nada impide que las partes pacten beneficiarios adicionales para caso de premoriencia de los principales. Lógicamente cuantos más beneficiarios tenga la operación y más

31. Nakajima, M. y I. Telyukova (2017), Reverse Mortgage Loans: A Quantitative Analysis, The Journal of Finance, Vol. LXXII, No. 2, 911-950.

32. Dependencia Severa: Cuando la persona necesita ayuda para realizar las actividades básicas de la vida cotidiana pero no requiere la presencia permanente de un cuidador. Gran Dependencia: Cuando la persona necesita ayuda para realizar las actividades básicas de la vida cotidiana y, por su pérdida total de autonomía mental o física, necesita la presencia permanente de un cuidador.

jóvenes sean, la expectativa de duración de la operación será más dilatada en el tiempo, reduciendo, a igualdad de valoración del bien hipotecado, el importe de los términos de renta.

2. Las disposiciones del préstamo pueden ser únicas o periódicas.

3. La deuda sólo es exigible cuando fallezca el deudor o el último beneficiario designado. Por tanto, la garantía hipotecaria sólo será ejecutable a partir de este momento. Se trata de una nota distintiva fundamental de la hipoteca inversa frente a la operación de financiación para adquisición de vivienda. En esta última el préstamo tiene un plazo de vencimiento prefijado y se pacta expresamente un pago único, un calendario de pagos periódicos o las reglas para determinar éste. En la hipoteca inversa la devolución del préstamo no tiene una fecha de vencimiento. Habrá de producirse en función de un hecho futuro e incierto en el plazo aunque cierto en cuanto a su ocurrencia, como es el fallecimiento de los beneficiarios.

4. Los bienes hipotecados deben estar tasados y asegurados contra daños de acuerdo a determinados requisitos establecidos en la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario. Se trata de garantizar la valoración objetiva de la vivienda y cubrir el riesgo de desaparición o disminución de valor de la garantía debido a un siniestro.

La ley española configura por tanto la hipoteca inversa como un contrato vitalicio que no se extingue hasta el fallecimiento del prestatario o, en el caso de que se haya pactado así, el último de los beneficiarios designados. La única excepción a este carácter vitalicio es la de transmisión del bien hipotecado.

Nada impide que el propietario de la vivienda la venda a un tercero. Al tratarse de una garantía real, la hipoteca sigue al bien hipotecado y por tanto el adquirente la compra con dicha carga. A pesar de la subsistencia de la garantía, la entidad prestamista tiene la facultad de declarar vencido el préstamo anticipadamente y exigir la devolución cuando se ha producido una compraventa o cualquier otro tipo de transmisión inter-vivos del inmueble objeto de la hipoteca<sup>33</sup>.

### 3.5.2 La fiscalidad de la hipoteca inversa y de otras figuras afines

La constitución de una hipoteca inversa sobre la vivienda habitual se beneficia de notables reducciones de gastos notariales y registrales. En este sentido las escrituras de constitución, subrogación y novación modificativa y cancelación de hipotecas inversas están exentas del impuesto de actos jurídicos documentados<sup>34</sup>. Para el cálculo de los honorarios notariales y registrales se aplicarán los aranceles correspondientes a los documentos "sin cuantía". En el caso de los costes registrales, existe además una bonificación del 90 por ciento<sup>35</sup>.

Las percepciones que se deriven de disposiciones de préstamos o créditos constituidos con hipoteca inversa no tributan en el IRPF. Al tratarse de un préstamo que debe amortizarse en el futuro, no hay ingreso sujeto a IRPF ni retención a cuenta de ningún tipo.

33. Guía de acceso a la hipoteca inversa. Banco de España 2017

34. DA 1ª, de la Ley 41/2007.

35. 1.- Estarán exentas de la cuota gradual de documentos notariales de la modalidad de actos jurídicos documentados del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados las escrituras públicas que documenten las operaciones de constitución, subrogación, novación modificativa y cancelación.

2.- Para el cálculo de los honorarios notariales de las escrituras de constitución, subrogación, novación modificativa y cancelación, se aplicarán los aranceles correspondientes a los «Documentos sin cuantía» previstos en el número 1 del Real Decreto 1426/1989, de 17 de noviembre, por el que se aprueba el arancel de los notarios.

3.- Para el cálculo de los honorarios registrales de las escrituras de constitución, subrogación, novación modificativa y cancelación, se aplicarán los aranceles correspondientes al número 2, «Inscripciones», del anexo I del Real Decreto 1427/1989, de 17 de noviembre, por el que se aprueba el arancel de los registradores de la propiedad.

En el caso de optarse por una renta vitalicia inmediata, ésta tiene un tratamiento muy beneficioso en el IRPF en función de la edad del rentista en el momento de la constitución, permaneciendo invariable a lo largo de la duración de la misma. Cuanto más avanzada es esta edad al contratarse la renta, menor será el porcentaje de la misma que se considera sujeto y menor será por tanto la tributación efectiva. La Tabla 3.2 muestra los porcentajes aplicables, y la tributación efectiva calculada para un tipo del 19%.

**Tabla 3.2**  
**Porcentajes de IRPF aplicables a una renta vitalicia inmediata, y tributación efectiva calculada para un tipo del 19%**

Edad del rentista en el momento de constitución de la renta	Porcentajes aplicables <sup>36</sup>	Tributación efectiva (calculada al tipo del 19%)
menor de 40 años	40%	7,60 %
entre 40 y 49 años	35%	6,65 %
entre 50 y 59 años	28%	5,32%
entre 60 y 65 años	24%	4,56 %
entre 66 y 69 años	20%	3,80 %
desde 70 años	8%	1,52 %

Fuente: : Elaboración propia

Cuando la renta vitalicia es diferida puede existir adicionalmente una tributación en IRPF sobre los rendimientos acumulados entre el momento de pago de la prima y el de la percepción de la primera renta. A efectos de devengo del impuesto e incremento de valor de la renta entre ambos momentos, se reparte linealmente durante los primeros 10 años de percepción de la prestación<sup>37</sup>.

### La fiscalidad de venta de otros activos por personas mayores de 65 años

Las ganancias de capital que se pongan de manifiesto con ocasión de la venta de la vivienda habitual por mayores de 65 años o por personas en situación de dependencia severa o gran dependencia están exentas de tributación en IRPF<sup>38</sup>. La venta de otros bienes inmobiliarios o mobiliarios por mayores de 65 años está exenta en IRPF siempre que no supere el importe de 240.000 euros y el producto de la venta se reinvierta en una renta vitalicia contratada con una entidad aseguradora en el plazo de 6 meses<sup>39</sup>. Cuando la reinversión sea parcial, la exención se aplicará proporcionalmente.

36. LIRPF art 25 3 a 2ª.

37. Reglamento IRPF art. 18.2.

38. LIRPF art 33.4 b).

39. LIRPF art 38.3.

### 3.6 Evidencia internacional

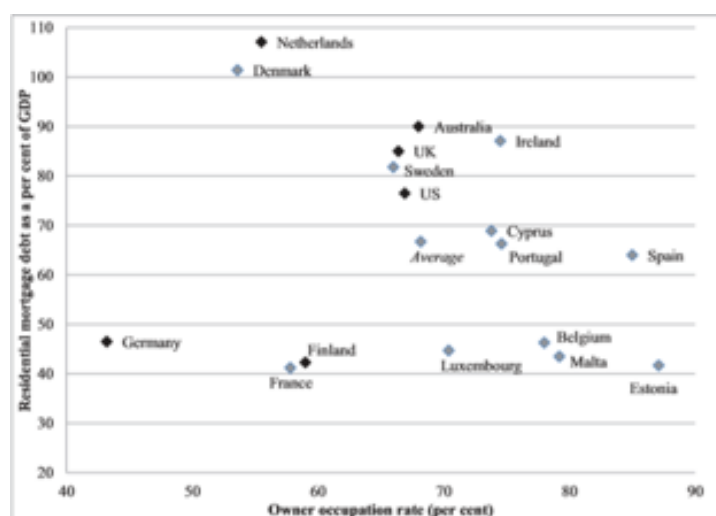
Las hipotecas inversas pertenecen a un conjunto más amplio de productos financieros conocidos como productos de liberación de capital, o *equity release*.

En términos generales, la evidencia empírica internacional muestra la existencia de una relación entre el nivel de desarrollo y penetración de los productos de licuación de la inversión inmobiliaria con i) el desarrollo de los mercados hipotecarios en los distintos países, y ii) con los porcentajes de propiedad de su vivienda por parte de los individuos<sup>40</sup>. En países como Estados Unidos existe una regulación muy desarrollada, llegando al extremo de que las prestaciones de las hipotecas inversas están garantizadas por el Estado. En Australia y en el Reino Unido, los productos de *equity release* han ido creciendo en popularidad a partir de los años 90 apoyados por las fuertes tasas de revalorización de la vivienda y los niveles de tipos de interés históricamente bajos. En estos países ha existido también un marcado proceso de innovación en relación a los productos para adaptarlos a la diversidad de las necesidades de los consumidores.

Por el contrario, países como Alemania o Finlandia, con tasas comparativamente muy reducidas de propiedad de la vivienda y relativo desarrollo del mercado hipotecario, la penetración de los productos de *equity release* es marginal.

Como muestra el gráfico 3.3, extraído de Haffnera y otros (2015), existe una correlación entre la deuda hipotecaria -en porcentaje del PIB- (eje Y) frente al ratio de ocupación. Este gráfico puede entenderse como la importancia -en términos de tamaño- del mercado hipotecario frente al grado de propiedad de la vivienda. Como se observa en el gráfico, existe una correlación positiva: a mayor ratio de propiedad, mayor peso del mercado hipotecario. En este gráfico se intuye cómo la importancia de productos *equity release* en Alemania y Finlandia -parte de inferior izquierda- sea significativamente inferior a, por ejemplo, países como Australia o Estados Unidos -parte superior derecha-, donde el desarrollo del mercado hipotecario es sensiblemente mayor. Es importante señalar que esta correlación no tiene en cuenta factores muy relevantes en el análisis como las tasas de sustitución de las prestaciones de jubilación, o los condicionamientos culturales y sociales, entre otros.

**Gráfico 3.3**  
**Correlación entre la deuda hipotecaria -en porcentaje del PIB- (eje Y) frente al ratio de ocupación (eje X)**



Fuente: extraído de Haffnera y otros (2015)

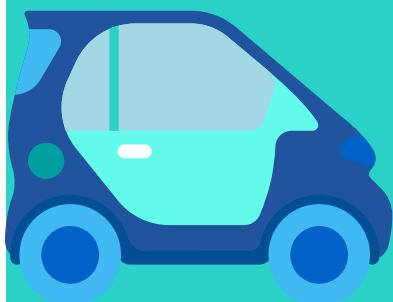
40 Haffnera, M.E.A., Ong, R. y G. A. Woo (2015) "Mortgage equity withdrawal and institutional settings: an exploratory analysis of six countries", International Journal of Housing Policy, Vol.15, Issue 3, pp. 235-259.

Gráfico 3.3. Correlación entre la deuda hipotecaria -en porcentaje del PIB- (eje Y) frente al ratio de ocupación (eje X). Fuente: extraído de Haffnera y otros (2015).

Parece razonable pues que tanto el nivel de desarrollo del mercado hipotecario como el porcentaje de propietarios de sus viviendas son indicadores claros del potencial éxito de los productos de licuación de activos inmobiliarios. En este sentido, un factor importante para la generalización de estos productos será sin duda la necesidad de complementar la pensión con ingresos adicionales provenientes de los activos inmobiliarios y, en particular, de la vivienda habitual. Esta cuestión, la del potencial éxito de las alternativas de licuación del patrimonio, centrará el análisis de la parte final de este informe.

## Para reflexionar

- > Las personas jubiladas en el corto y medio plazo estarán expuestas a riesgos de longevidad y dependencia crecientes
- > En un contexto de prestaciones públicas a la baja, las alternativas tradicionales para complementar las pensiones utilizando recursos inmobiliarios han sido el downsizing y la venta de la vivienda.
- > Puesto que el ahorro de los españoles es fundamentalmente ilíquido en forma de activos inmobiliarios, las rentas en la etapa de jubilación pueden complementarse con alternativas de licuación de este tipo de activos
- > Actualmente, existen productos financieros y aseguradores que permiten dotar de liquidez al propietario de una vivienda sin necesidad de abandonarla.
- > La combinación de una hipoteca inversa con una renta vitalicia diferida o inmediata es una forma efectiva de cubrir el riesgo de longevidad.
- > Asimismo, la venta de la vivienda habitual con reserva del usufructo y contratación de renta vitalicia es una alternativa adecuada para dar respuesta al riesgo de longevidad



Si bien el ajuste de los precios de la vivienda a partir de la crisis paralizó el incipiente desarrollo de los productos de licuación, hay también barreras estructurales de carácter sociocultural y de educación financiera.

# Sección IV.

Perspectiva  
de los  
productos de  
**licuación del  
patrimonio**



Esta sección presenta algunas reflexiones finales sobre la perspectiva y potencial éxito de los productos de licuación del patrimonio. Asimismo, señalamos otros factores añadidos cuya importancia puede ser determinante en el futuro.

#### 4.1. Factores de éxito

Todo mercado se basa en la existencia de oferta y demanda. Bajo esta perspectiva, el mercado de los productos tratados en este informe se asienta en dos componentes fundamentales,

- › Factor de demanda, basado en la necesidad de complementar una pensión más baja de lo esperado;
- › Factor de oferta, dependiente de la existencia de un mercado hipotecario desarrollado, con una red de intermediarios accesible y extensa;

En este contexto, existen tres condiciones de mercado que, a nuestro juicio, determinan el potencial éxito de los productos de licuación del patrimonio:

- › La existencia de un porcentaje significativo de viviendas en propiedad.
- › Un nivel adecuado de educación financiera.
- › Un marco institucional sólido, que fije unas reglas claras y con mecanismos de resolución de conflictos independientes y rápidos.

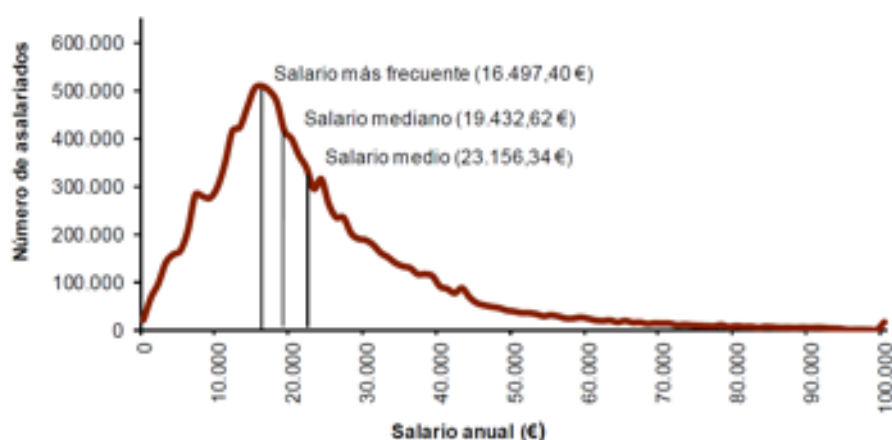
A la luz de los factores y condiciones de mercado expuestos, analizamos las perspectivas de los productos de licuación del patrimonio inmobiliario:

1. El factor principal de la demanda de estos productos, la insuficiencia de las pensiones, ha sido analizado profusamente en la Sección 1 de este informe, por lo que sólo incidiremos aquí en un aspecto que consideramos especialmente relevante: la llegada a la edad de jubilación, en el corto plazo, de los baby boomers españoles.

Mientras que los trabajadores jóvenes tienen cada día más presente que necesitarán ahorrar para su jubilación, estos baby boomers no han sido conscientes a lo largo de su vida activa de la conveniencia de ahorrar para complementar su pensión pública, como lo demuestra el limitado desarrollo de los planes de pensiones en comparación con otras economías europeas. Para este segmento de la población, que comprende los nacidos desde 1960 hasta 1975, ha sido prácticamente imposible anticipar el shock de insostenibilidad del sistema público de pensiones de forma que, inesperadamente, se encuentran en una situación en la que su pensión pública es inferior a la que sus expectativas a priori predecían.

El problema de los baby boomers es que ya no cuentan con tiempo suficiente durante su etapa como población activa de generar un ahorro periódico compatible con su hábito de consumo que les permita acomodar el shock negativo de renta futura. Con objeto de ilustrar la falta de capacidad de respuesta para el ahorro con un tiempo por delante muy limitado basta observar la distribución de la ganancia bruta anual por trabajador para el año 2016, el último disponible. Puede observarse que el salario bruto más frecuente fue de 16.497,40 euros, que para un hogar con tres o más miembros (44.4% del total de acuerdo a la Encuesta Continua de hogares del INE, 2017) representa un escaso margen de maniobra, y prácticamente nulo en el caso de que sólo uno de los miembros esté laboralmente activo.

**Gráfico 4.1**  
**Ganancia bruta anual por trabajador en 2016**



Fuente: Encuesta Anual de Estructura Salarial, año 2016.  
El gráfico pertenece a la nota de prensa emitida por el INE el 29 de mayo de 2018

En términos cuantitativos, la población mayor de 67 años, potencial cliente de hipotecas inversas con seguro de renta vitalicia, que representaba en torno al 10 % de la población total a principios de los años ochenta, supone hoy en día más del 16 % y se proyecta que represente más del 30 % a partir de la década de 2040, lo que hace predecir una demanda creciente.

En definitiva, nos encontramos con una cohorte demográfica que no tiene capacidad de reacción ante un cambio de régimen inesperado. Y, en esta tesitura, la licuación del patrimonio inmobiliario (en muchos casos la vivienda habitual), mediante los instrumentos descritos en este informe, aparece como una alternativa que puede permitirles alcanzar unos ingresos más acordes con sus expectativas y necesidades sin perder la propiedad de su casa mientras viva.

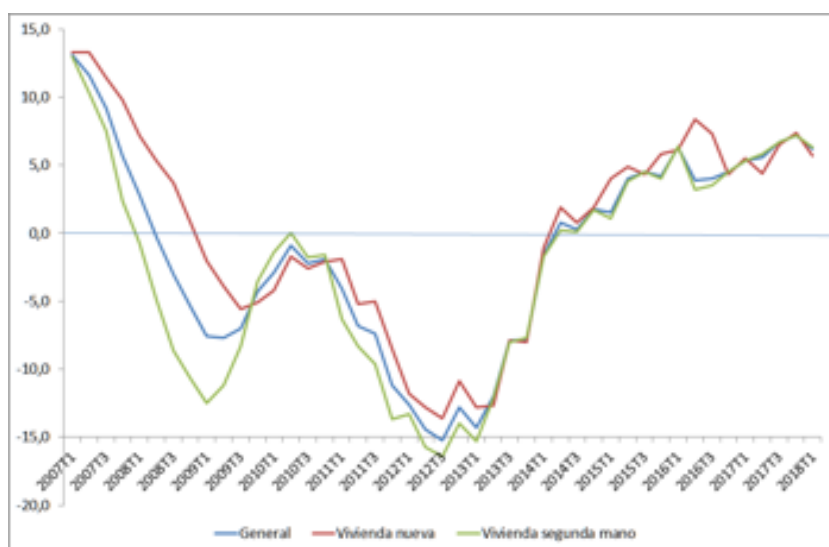
**Los baby boomers no han sido conscientes de la necesidad de ahorrar para su jubilación. En muchos casos ya no cuentan con tiempo suficiente para constituir ese ahorro y por tanto las opciones de licuar su patrimonio inmobiliario aparecen como una alternativa prioritaria.**

- Respecto al factor de la oferta, la existencia de un mercado hipotecario desarrollado, y en general, de una intermediación financiera avanzada, es un elemento clave en el desarrollo de cualquier mercado financiero. Como señalamos en la Sección 3.6 de este informe, Haffner y otros (2015) muestran empíricamente la existencia de una relación entre el nivel de desarrollo y penetración de los productos de licuación de la inversión inmobiliaria con el desarrollo de los mercados hipotecarios en los distintos países, y con los porcentajes de propiedad de su vivienda por parte de los individuos.
- Respecto a las condiciones del mercado relacionadas con un porcentaje significativo de viviendas en propiedad, esta cuestión ya se ha abordado en la Sección 2, concluyendo que España es un país con un porcentaje de viviendas en propiedad superior al promedio europeo, pero muy similar al conjunto de países mediterráneos y del Este. Es por ello que vamos a revisar a continuación el patrón de comportamiento de la compra de vivienda en propiedad en España con objeto de poder vislumbrar si la preferencia por la vivienda como medio de materializar el ahorro por parte del consumidor español será estable en un futuro próximo.

41. Hernández de Cos P., Jimeno J. F. y R. Ramos (2017) El Sistema público de pensiones en España: Situación actual, retos y alternativas de reforma laboral. Banco de España, Eurosistema. Documentos Ocasionales, nº1701.

En la compra de vivienda en el pasado, en particular hasta el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008, un aspecto que ha caracterizado al consumidor español han sido las expectativas de revalorización, especialmente antes de la crisis de 2008, que ha llevado a la vivienda a ser considerada un valor refugio. Como señala García-Montalvo (2009), aun reconociendo los españoles en la etapa de burbuja que el precio de la vivienda era anormalmente alto, no sólo las expectativas de revalorización eran muy claras sino que la percepción de las subidas de precios estaba por encima del incremento real<sup>42</sup>. Sin embargo, la evidencia debería concienciar al ciudadano que experiencias como la acaecida en Japón también son posibles en España. Como puede observarse en el gráfico 4.2, el estallido de la burbuja inmobiliaria produjo un fuerte reajuste a la baja en el precio durante el periodo 2008-2013, donde se experimentaron tasas negativas de crecimiento en la mayoría de los trimestres.

**Gráfico 4.2**  
**Tasas de índice de precios de vivienda con Base 2015**



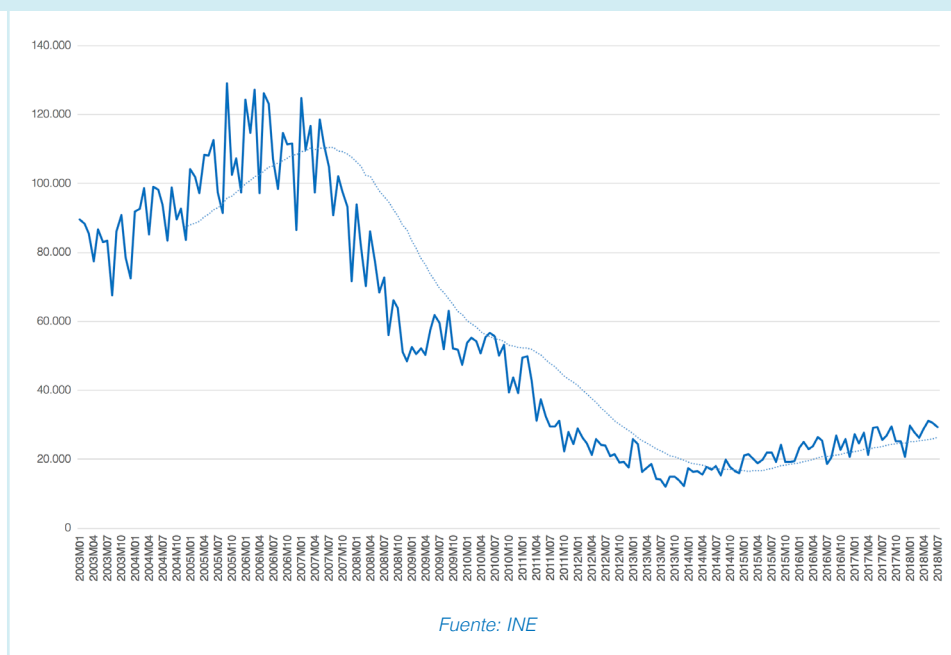
Fuente: INE

Un segundo aspecto que podría explicar la acusada preferencia en la economía española por una casa en régimen de propiedad deriva de los fuertes vínculos familiares de nuestra sociedad. En este sentido, ha sido muy habitual en España que los hijos se encargaran del cuidado de sus padres cuando éstos eran ancianos, de tal forma que los padres encontraban de forma natural una cierta “obligatoriedad moral” de traspasar renta intergeneracionalmente a través de las viviendas heredadas. Sin embargo, el aumento en la esperanza de vida y el incremento de enfermedades neurodegenerativas asociadas a la edad -que requieren de cuidados constantes a lo largo de todo el día- están comenzando a cambiar la visión de cómo financiar la dependencia, tanto de progenitores como hijos.

Finalmente, la serie del número de hipotecas constituidas para vivienda que se presenta en el gráfico 4.3 confirma que, una vez producido el ajuste provocado por el estallido de la burbuja, la tendencia futura en la compra de vivienda es menos volátil que en la etapa anterior a 2008 y que, si bien condicionado al ciclo, el deseo de tener vivienda en propiedad sigue siendo un elemento característico de la población española. O, dicho de otro modo, las personas más longevas en el próximo decenio seguirán teniendo de forma generalizada una vivienda en propiedad como forma de ahorro. Esta circunstancia sugiere que el interés por los productos descritos en este informe se mantendrá en el futuro.

42. Montalvo, J. (2009), “Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera. Lecciones a partir de la recesión de 2008-09,” Papeles de Economía Española, nº122, 66-87.

**Gráfico 4.3**  
**Número de hipotecas constituidas para vivienda**



Fuente: INE

4. En relación a otra de las condiciones de mercado, un nivel adecuado de educación financiera, es esperable que, en el medio plazo, las iniciativas ligadas a la educación financiera contribuirán a que el conocimiento de este tipo de productos sea más amplio y profundo por parte de sus potenciales destinatarios. Este lento camino de educación y aprendizaje puede acelerarse a medida que los reguladores y el sector asegurador sean conscientes de la necesidad de aumentar los fundamentos de decisión financiera de los consumidores en general. Nótese que, de acuerdo al reciente informe de Ayuso Gutiérrez y otros (2018), el 77% de las personas mayores de 60 años no han oído hablar de la hipoteca inversa<sup>43</sup>.
5. Finalmente, la existencia de un marco institucional sólido es una condición imprescindible para el desarrollo de un mercado eficiente de productos que doten liquidez al patrimonio. En este sentido, cuestiones relacionadas con i) reformas legislativas consensuadas y estables en el tiempo, que garanticen la sostenibilidad del sistema público de pensiones, ii) el diseño de incentivos fiscales que catalicen la contratación de estos productos, y iii) la existencia de un marco jurídico transparente, con reglas claras y dotado de un sistema de resolución de conflictos ágil y accesible al ciudadano, son condiciones necesarias para el potencial desarrollo de estos productos.

## 4.2. Otros factores añadidos

Existen otros factores que, por su componente sociocultural o psicológica, exigen un tratamiento aparte. Son componentes cuya evolución en el tiempo es más lenta, pero que tendrán una importancia crucial en el desarrollo del mercado de los productos de licuación del patrimonio. Estos factores son,

- > las nuevas tendencias sociodemográficas,
- > las barreras de índole personal, y
- > el riesgo reputacional de los contratos de hipoteca inversa.

<sup>43</sup> Ayuso Gutiérrez, M., Domínguez Fabián I. y M. Guillén Estany (2018), "Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demográficas", Fundación de Estudios Financieros.

## Las nuevas tendencias sociodemográficas

A nivel sociocultural, la evolución de la sociedad hacia nuevos tipos de familias, la drástica caída de la natalidad en las últimas décadas y la movilidad creciente de los hijos, especialmente en los años posteriores al estallido de la crisis es de esperar que afecten a la cultura de transmisión intergeneracional del patrimonio disminuyendo el deseo de transmitir una vivienda libre de cargas a los hijos.

Dado que la escasez de vivienda en propiedad, y por tanto, la potencial demanda es de esperar que no será una restricción significativa en el futuro, el éxito de estos productos radica asimismo en la superación de las barreras culturales y psicológicas, algunas de ellas derivadas de cómo se entiende la familia en la economía española. A nivel general existen elementos psicológicos que estimulan la acumulación de riqueza, lo que induce sentimientos de seguridad, estabilidad y arraigo. Y pasar de la fase de acumulación a una de desacumulación de activos inmobiliarios, aunque sea en las últimas etapas de la vida, requiere un cambio de mentalidad importante. Sólo entendiendo y asumiendo tanto las necesidades como las barreras culturales y emocionales se podrá ofrecer productos adecuados a cada segmento para contribuir a cubrir el diferencial entre los ingresos y las necesidades de las personas mayores en las próximas décadas.

**El cambio en los patrones familiares está reduciendo la “obligatoriedad moral” de transmitir la vivienda a los descendientes. La necesidad en un futuro cercano de obtener recursos adicionales para la jubilación puede acelerar este proceso así como la educación financiera de los individuos**

## Las barreras de índole personal

Por una parte, las alternativas que implican la venta o alquiler de la vivienda, incluido el downsizing, tropiezan con fuertes barreras de índole personal. Las personas frecuentemente no pueden o no quieren dejar su vivienda por un buen número de razones<sup>44</sup>:

1. Inseguridad causada por la desacumulación de riqueza.
2. Temor a la inflación que reduzca sus ingresos reales en el futuro.
3. Deseo de transmitir la vivienda a sus herederos.
4. Identificación psicológica de esa vivienda concreta como hogar.
5. Hábitos de vecindad y familiaridad con el entorno.
6. Resistencia a reducir el espacio en el que viven y abandonar parte de sus muebles o enseres.
7. Visibilidad de las ventas e impacto en su estatus social y personal.

Las alternativas que permiten retener la propiedad de la vivienda (como la hipoteca inversa) o al menos la posesión y la disponibilidad de la misma (vivienda pensión) contienen los incentivos a superar una buena parte de las barreras emocionales. Los individuos no tienen que abandonar sus hogares y pueden seguir viviendo en ellos hasta el fin de sus días. Se trata de opciones con un alto grado de privacidad que no impactan en su estatus ni les obligan a reducir su espacio vital o cambiar de hábitos.

44. Hopkins, J. (2017), The Effect of Low Reverse Mortgage Literacy on Usage of *Home Equity* in Retirement Income Plans.” *Journal of Financial Planning* 30 (5): 44–52. De acuerdo a la encuesta a la que se refiere este estudio realizada a ciudadanos estadounidenses entre 55 y 75 años:

> La mayoría mostraba un fuerte deseo de “envejecer en casa”

> La mayoría no había considerado los productos de home equity como alternativa de ingresos

> Solo el 25% se sentía cómodo utilizando estos productos

> En general se puso de manifiesto un importante grado de desconocimiento y malentendidos sobre las características de los productos.

## El riesgo reputacional de los contratos de hipoteca inversa

Este punto, íntimamente ligado al apartado anterior, surge ante la (previsible) desconfianza inicial hacia el producto de hipoteca inversa. En este sentido, la reputación del sector bancario jugará un papel clave. Sentencias como la del Juzgado nº 44 de Primera Instancia de Madrid con número 395/2016, de 28 de octubre, donde el juez observa el dolo de la entidad de crédito en la insuficiente información proporcionada al cliente sobre los riesgos de la operación y por la falta de comprobación de su situación financiera a la hora de recomendarle el producto (Hipoteca Inversa y Seguro vinculado de Rentas Diferidas) pueden generar tensiones entre la potencial demanda y oferta de este tipo de contratos.

El informe de Ayuso Gutiérrez y otros (2018) refiere las razones de la limitada implantación del producto de hipoteca inversa en los siguientes términos:

*“Aunque no existen estadísticas sobre hipotecas inversas, se considera que el desarrollo de este producto en España desde su nacimiento a finales de 2007 ha sido muy marginal .....En términos generales, los motivos que se señalan a la hora de explicar el escaso desarrollo de este producto en nuestro país se sintetizan en: 1) existencia de un mercado poco maduro; 2) producto complejo; 3) influencia de la crisis inmobiliaria y evolución del mercado de la vivienda; 4) negativa a que los herederos asuman las consecuencias de una hipoteca; 5) gastos iniciales y seguros adicionales que incrementan el coste de la operación, y 6) posibles reclamaciones y riesgos que dañan la imagen y la reputación de las entidades, así como los balances.”*

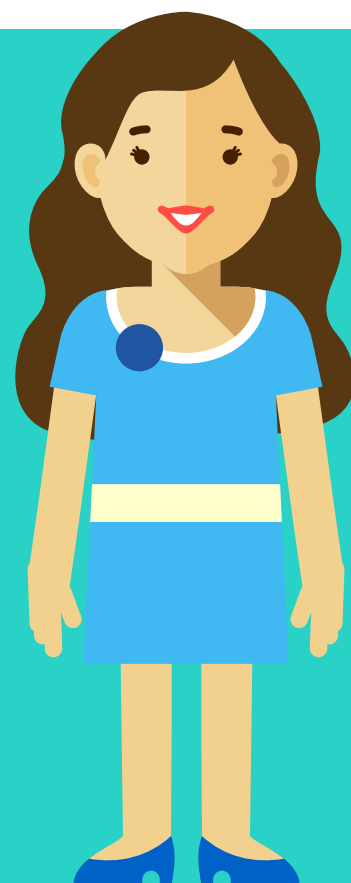
Como conclusión a esta sección, si bien es de esperar que las barreras psicológicas serán menores (y probablemente distintas) para la generación de baby boomers en comparación con los jubilados actuales<sup>45</sup>, el comprender adecuadamente el funcionamiento de los factores racionales y emocionales que determinan estas decisiones es esencial para que la utilización de productos financieros y aseguradores que dotan de liquidez al patrimonio inmobiliario se generalice. En este sentido, constituye un desafío futuro que las personas longevas interioricen que, el ahorro propio, y no de sus descendientes, es una alternativa racional para mejorar sus ingresos en la etapa de jubilación y atender a los gastos extraordinarios que el deterioro de la salud o de la autonomía personal puede ocasionar.

---

45. O'Mahony L.F y L. Overton (2014) "Asset-based Welfare, Equity Release and the Meaning of the Owned Home", Essex Law School, University of Essex, Colchester, UK.

## Para reflexionar

- › Los individuos deben ser conscientes de que la constitución de una renta vitalicia es la única manera de afrontar los riesgos inherentes al aumento de esperanza de vida (sostenibilidad del sistema público de pensiones, aumento del grado de dependencia, etc.).
- › Existe un elevado potencial de mercado en los productos que dotan de liquidez al patrimonio debido a los elevados porcentajes de vivienda en propiedad y las previsiones sobre la insuficiencia del sistema de pensiones público.
- › Un marco institucional sólido, con reformas legislativas consensuadas y estables en el tiempo, acompañado de incentivos fiscales que estimulen la contratación de estos productos son condiciones necesarias para el potencial desarrollo de este mercado.
- › Una importante fricción en el desarrollo de este mercado son los factores de índole conductual y sociocultural. Entender que el ahorro propio, y no de sus descendientes, es una alternativa racional para mejorar sus ingresos en la etapa de jubilación, constituye un desafío futuro como sociedad.



# Conclusiones finales



Las dudas sobre la insuficiencia futura del sistema público de pensiones han puesto el foco sobre la posibilidad de complementar las jubilaciones a través de fuentes de liquidez alternativas. Una de las opciones que está suscitando mayor interés en la actualidad es la monetización de activos ilíquidos, como la vivienda, donde se concentra gran parte de la riqueza de las familias españolas.

Este informe ha presentado un conjunto de productos financieros disponibles en el mercado que dotan de liquidez al patrimonio inmobiliario. Estos productos permiten combinar la obtención de una renta que compense el previsible descenso de las pensiones con el deseo de las personas de permanecer en su vivienda -o bien trasladarse a una alternativa residencial apropiada a sus condiciones de salud y dependencia-.

El desarrollo de un mercado eficiente de estos productos ha sido -hasta la fecha- marginal, debido a una combinación de factores como la elevada tasa de sustitución de las pensiones, el bajo nivel de educación financiera de los consumidores y la importancia de los vínculos familiares. Sin embargo, el previsible descenso en los niveles futuros de las pensiones puede incrementar significativamente la demanda de este tipo de productos a medida que se produzca la jubilación de la generación de baby boomers.

Las perspectivas de éxito de los productos de licuación del patrimonio radican, en nuestra opinión, en las siguientes acciones de los tres actores principales del mercado: los consumidores, las entidades financieras y aseguradoras, y las instituciones públicas.

Desde el lado del consumidor, éste debe conocer y ser consciente de las ventajas e inconvenientes de estos productos, a saber,

- › La constitución de una renta vitalicia es la única manera de afrontar el riesgo de longevidad. La financiación mediante hipoteca inversa para el pago de una renta temporal no aseguradora puede llegar a convertirse en una mera forma de posponer el problema para las personas que vivan un largo periodo de tiempo tras su jubilación. La renta se acabará y dejará al rentista en una situación incluso más precaria que la inicial.
- › El consumidor transfiere a la institución aseguradora el riesgo de longevidad.
- › La transferencia del riesgo tiene un precio de mercado, que dependerá de la edad y de las esperanzas de vida de los miembros implicados en el momento de contratar el producto.
- › En entornos de bajos tipos de interés las rentas vitalicias pierden parte de su atractivo. Sin embargo, si están financiadas por hipotecas inversas (también a bajos tipos de interés) la captación del pasivo sigue siendo atractiva. Y lo mismo sucede en un escenario con tipos más altos, es decir, es un producto inmunizado a la situación de mercado.

Desde el punto de vista de las entidades financieras y aseguradoras, la evidencia empírica sugiere el elevado potencial de mercado de productos de licuación de la inversión inmobiliaria en España debido a los elevados porcentajes de vivienda en propiedad, una demanda potencial incipiente, -producto de la tendencia demográfica actual-, y las perspectivas de sostenibilidad y suficiencia del sistema de pensiones público.

Frente a esta oportunidad de negocio, encontramos los siguientes costes de entrada: i) una fuerte resistencia psicológica, agravada por la reciente experiencia traumática de la crisis de 2008, hacia la desacumulación de riqueza o la identificación de la vivienda concreta como hogar; ii) un componente sociológico importante a la hora de transferir rentas, en forma de vivienda, a los herederos; y iii) el riesgo reputacional inherente a este tipo de productos.

Finalmente, a nivel del regulador y gestores políticos, el desarrollo de un marco institucional sólido es una condición imprescindible para la existencia de un mercado eficiente de productos que doten liquidez al patrimonio. En este sentido, reformas legislativas consensuadas y estables en el tiempo, incentivos fiscales que incentiven la contratación de estos productos, y la existencia de un marco jurídico transparente, con reglas claras y dotado de un sistema de resolución de conflictos ágil y accesible al ciudadano, son condiciones necesarias para el potencial desarrollo de este mercado.

Si, por el contrario, las autoridades buscan una mera transmisión del riesgo de longevidad del sector público al sector privado en forma de descapitalización del ahorro acumulado, el mercado de productos de licuación del patrimonio está condenado al fracaso, por mucha potencial demanda que vaya a existir. Después de la crisis de 2008, el grado de aversión al riesgo en la toma de decisiones financieras por parte de los consumidores e intermediarios financieros ha incrementado de forma notable; la ausencia de incentivos hacia estas partes del mercado daría lugar a rentas mensuales derivadas del patrimonio que quedarían por debajo de las expectativas de los consumidores.



# Instituto **santalucía**

[www.institutosantalucia.es](http://www.institutosantalucia.es)



**santalucía**  
■ ■ ■ ■ SEGUROS ■ ■ ■ ■