

# SOLUCIONES PARA LA JUBILACIÓN

Naturaleza, ventajas,  
defensa y fomento de las  
rentas vitalicias en España

14 de noviembre de 2017

---

Informe realizado para: **unespa** ASOCIACIÓN  
EMPRESARIAL  
DEL SEGURO



Afi

Directores del estudio:  
Iratxe Galdeano  
José Antonio Herce

Consultores:  
Pablo Aumente  
Elena Montesinos  
Tania Rodríguez  
María Romero

Con la colaboración de:  
Manuel Álvarez

# Índice

<b>1. Introducción y contenido del informe</b>	<b>7</b>
<b>2. Principales conclusiones del informe</b>	<b>11</b>
2.1. Los antecedentes demográficos y las causas de las reformas de las pensiones públicas	12
2.2. Las consecuencias de las reformas para la suficiencia de las pensiones	13
2.3. Las soluciones que aportan las rentas vitalicias	15
<b>3. Naturaleza de las rentas vitalicias</b>	<b>19</b>
3.1. Naturaleza del producto, tipología de fórmulas y prestaciones y extensión en mercados representativos	20
3.2. Aspectos actuariales y financieros: una distinción muy relevante	31
3.3. Las rentas vitalicias como un instrumento para mutualizar el riesgo de longevidad	36
3.4. Incidencia de un contexto de bajos tipos de interés	41
<b>4. Impacto socio-económico de la generalización de las rentas vitalicias en España</b>	<b>45</b>
4.1. Escenario de tasas de sustitución de las pensiones y su impacto sobre la economía	46
4.1.1 Reformas recientes de las pensiones de Seguridad Social	46
4.1.2 Escenario de tasas de sustitución de la pensión pública de jubilación tras las reformas	47
4.1.3 Impacto sobre el consumo y la economía	52
4.2. Flujos de ahorro previsional y renta compensatoria, y su impacto sobre el consumo y la capitalización de la economía	57
4.3. Las rentas vitalicias como soporte de un marco previsional de baja incertidumbre	59

<b>5.Tratamiento fiscal de los productos de rentas vitalicias</b>	<b>61</b>
5.1. El tratamiento fiscal previsto para las rentas vitalicias en el ordenamiento actual	62
5.1.1 Justificación de las medidas fiscales en materia de previsión social	62
5.1.2 Tratamiento fiscal de las rentas vitalicias	64
5.1.3 Tratamiento fiscal de los Planes Individuales de Ahorro Sistemático (PIAS)	66
5.1.4 Cobro de un Plan de Pensiones en forma de capital y transformación en renta vitalicia externa	66
5.1.5 La fiscalidad del Ahorro Previsional a Largo plazo y de las rentas vitalicias a la luz de los criterios internacionalmente aceptados	67
5.2. El patrimonio inmobiliario y su licuación de cara a la jubilación	69
5.2.1 El patrimonio inmobiliario en España	69
5.2.2 Nueva normativa fiscal: límites y condiciones	72
5.2.3 La transformación de una vivienda en un flujo de rentas: viabilidad y eficiencia	72
5.3. El patrimonio mobiliario y su uso de cara a la jubilación	74
<b>Bibliografía</b>	<b>79</b>
<b>Al. Proyección de gastos e ingresos del sistema español de pensiones contributivas y escenario de tasas de sustitución</b>	<b>83</b>
Al.1 ¿Proyecciones o previsiones?	84
Al.2 Modelo de proyección	84
Al.3 Escenario demográfico	85
Al.4 Escenario macroeconómico	86
Al.5 Resumen de la proyección y escenario de tasas de sustitución	88

AI.6 Sostenibilidad del sistema de pensiones contributivas	90
AI.7 Proyección del FS y del IRP	91
AI.8 Comentario de los resultados	93
<b>AII. Resumen de la metodología Input-Output</b>	<b>95</b>
<b>AIII. El marco tributario de referencia para las rentas vitalicias</b>	<b>99</b>
AIII.1 Ley del IRPF (Artículo 25)	100
AIII.2 Real Decreto 633/2015	102
<b>AIV. La extensión internacional de las rentas vitalicias</b>	<b>105</b>
AIV.1 Descripción de las rentas vitalicias ( <i>annuities</i> ).	106
AIV.2 Los casos de Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido	109



# Introducción y contenido del informe

Las rentas vitalicias se configuran como un instrumento previsión individual (pero mutualizada) mediante el cual un ahorrador paga una prima única a una compañía de seguros, y ésta asume el compromiso de pagarle (al propio ahorrador o al beneficiario que este designe) una renta periódica (mensual, trimestral, semestral) hasta el momento de su fallecimiento (de ahí su carácter vitalicio).

Así, la aseguradora convierte en rentas un capital aportado inicialmente por el ahorrador, tomando como base para el cálculo su edad, sexo y esperanza de vida (componente principal de riesgo biométrico), y con la triple ventaja de que el importe de la renta se conoce desde el principio, es cierto, y está asegurado.

Por tanto, la finalidad de las rentas vitalicias reside en proporcionar una renta al ahorrador a partir de un momento determinado de su vida, que normalmente (aunque no necesariamente) coincidirá con la jubilación, complementando así a la pensión pública, y neutralizando la pérdida de ingresos que suele acontecer con la conclusión de la vida laboral. En este sentido, las rentas vitalicias funcionan como un potente mecanismo de planificación financiera del ahorro y aseguramiento de rentas, que llegado el momento de la jubilación adquiere un papel relevante.

Técnicamente, el aspecto más relevante de las rentas vitalicias es que transfieren el riesgo de longevidad desde el ahorrador hasta la compañía aseguradora, lo que es posible para esta mediante la correspondiente mutualización del riesgo de longevidad en individuos heterogéneos. Frente a este aspecto determinante de la naturaleza de las rentas vitalicias, los aspectos financieros propiamente dichos son secundarios, aunque no insignificantes.

En el caso de que una renta vitalicia esté ligada a la jubilación, tanto la acumulación del ahorro necesario para la constitución de aquella como la propia renta generada disfrutarán de un tratamiento fiscal que también conviene tener en cuenta para la planificación de la jubilación.

En efecto, la jubilación es uno de los momentos clave del ciclo vital que afecta todos los trabajadores, y constituye uno de los pilares de más larga e intensa tradición de la protección social en todos los países del mundo, sea cual sea su nivel de desarrollo. De forma general, la principal fuente de ingresos tras la jubilación es la pensión que proporciona un sistema público, si bien es habitual que se produzca una reducción de los ingresos,

dado que el salario previo a la jubilación suele ser mayor que el importe de la pensión de jubilación pública obtenida.

Para cubrir esta reducción de ingresos es conveniente planificar la percepción de una segunda renta de jubilación con suficiente antelación y considerar la idoneidad de contratar productos de ahorro previsional que, acumulando este a lo largo de la vida laboral, permitan generar unos ingresos complementarios durante la jubilación. Pero, además, la racionalización de los sistemas públicos de pensiones en todo el mundo, para hacerlos más sostenibles, está obligando a reducir las promesas de mantenimiento del poder adquisitivo de las pensiones, lo que desemboca en el reto de la suficiencia de aquellas.

Es precisamente en este contexto en el que las rentas vitalicias adquieren un protagonismo esencial frente a otros productos que persiguen el mismo fin de proveer a los jubilados de rentas complementarias, ya que la renta vitalicia garantiza que ningún ahorrador sobreviva a sus ahorros de manera muy flexible, eficaz y eficiente, como se muestra en este informe.

---

A este capítulo introductorio, le sigue un Capítulo 2 que contiene una discusión sobre la defensa y fomento de las rentas vitalicias en España a la luz de los hallazgos y consideraciones de los capítulos centrales del informe, que le siguen, y de los que se extraen una serie de conclusiones que vienen acompañadas de otras tantas recomendaciones conducentes a desarrollo de un espacio amplio para las rentas vitalicias al servicio de las aspiraciones de una jubilación digna de la población, en el contexto de creciente longevidad que marcan para nuestro país las tendencias demográficas.

El concepto de “renta vitalicia” debe explicarse bien. Aunque es sencillo de explicar aludiendo a “una renta para toda la vida”, cómo se logra definir dicha renta a partir de un activo, garantizando su nivel y la certeza de percibirla, sea cual sea la duración de nuestra vida (lo que desconocemos), no es un asunto trivial. Ya que la doble implicación de que “no sobrevivamos a nuestros ahorros”, lo que sería una muy mala noticia, y de que “nuestros ahorros no nos sobrevivan” (al menos en demasía), lo que sería muy ineficiente, requiere de una planificación y una gestión bastante avanzadas y complejas.



Por eso, se dedica el Capítulo 3 a dilucidar la naturaleza de las rentas vitalicias, sus propiedades, tipología y presencia en España y en los principales países. Allí donde las pensiones están compartidas entre la responsabilidad colectiva (pública) e individual (privada), la presencia de las rentas vitalicias es mayor ya que el método financiero de las pensiones privadas, la capitalización, conlleva la acumulación de un activo durante la vida activa y su necesaria conversión en una corriente de rentas que, si han de estar aseguradas, solo pueden instrumentarse mediante una renta vitalicia. El aseguramiento puede extenderse también, dentro del mismo concepto, a la fase de acumulación del activo. De manera que existen diversas formas de instrumentar todo o parte del ciclo de ahorro y desahorro a lo largo de la vida con plena seguridad sobre el principal del mismo e, incluso, su rentabilidad. En este capítulo, por lo tanto, se defiende la idoneidad de las rentas vitalicias como vehículos para ofrecer rentas de jubilación que sean un buen complemento a las pensiones públicas.

Ya se ha comentado acerca de la creciente longevidad y el reto de la sostenibilidad de los sistemas de pensiones públicas. El Capítulo 4, de orientación más macroeconómica, se inicia con la descripción de un escenario de evolución de las denominadas tasas de sustitución de las pensiones públicas, generado por una proyección de gastos e ingresos del sistema de pensiones español. Este ejercicio muestra, coincidiendo con numerosos estudios de organismos nacionales e internacionales, que la sostenibilidad que han traído al sistema las reformas de 2011 y 2013 tiene la contrapartida de un descenso acusado de dichas tasas de sustitución, lo que abre una brecha de rentas de jubilación para los pensionistas, respecto a una situación en la que las tasas de sustitución no se hubiesen visto impactadas a la baja. Se estima esta brecha y las consecuencias para el PIB y el empleo, derivadas de la caída consiguiente del consumo de los jubilados, que se derivarían si ninguna otra renta complementaria viniese a cubrirla. También se estima la necesidad de rentas complementarias para que distintos tipos de jubilados puedan mantener el estándar de vida actual (año base 2015) y los activos necesarios para derivar dichas rentas calculando la prima única correspondiente a las rentas vitalicias implícitas en este problema. Se muestra cómo, mediante un ahorro regular y asequible pueden obtenerse rentas vitalicias (aseguradas) que compensen la caída de las tasas de sustitución de la pensión pública, lo que llevaría a evitar las consecuencias macroeconómicas previamente estimadas y la pérdida de bienestar de los pensionistas. Este ejercicio, de carácter ilustrativo,

se realiza al horizonte 2035. Justo cuando los *baby-boomers* españoles transitan masivamente hacia la jubilación y, según se muestra en la proyección del sistema de pensiones (al horizonte 2065), la sostenibilidad de las pensiones públicas, resuelta en buena medida gracias a las reformas de 2011 y 2013, vuelve a quedar en entredicho.

Los tratamientos de los capítulos tercero y cuarto deberían bastar para que el foco de la opinión pública e institucional se concentrara en el desarrollo en España de un mercado competitivo y avanzado de rentas vitalicias como el que existe en otros países. Pero la creación de un mercado amplio de rentas vitalicias en España, a partir de su modesto nivel actual puede ser un proceso largo. Así, es ineludible abordar la cuestión de los incentivos para que este desarrollo se vea apoyado de alguna manera. No obstante, conviene decir que una buena manera de apoyar la difusión en la sociedad de algo que se estima bueno para ella no es, necesariamente, impulsar dicha difusión voluntaristamente mediante, por ejemplo, estímulos fiscales. Muchas veces basta con remover obstáculos normativos, promover buenas prácticas, o la alfabetización financiera de los agentes económicos.

El Capítulo 5 se dedica a la fiscalidad de las rentas vitalicias, pero, como se decía antes, con el afán de presentar al lector el panorama español e internacional de los tratamientos fiscales que afectan a las rentas vitalicias y a una amplia variedad de productos cercanos a estas, orientados al ahorro previsional a largo plazo y capaces de proporcionar rentas complementarias de jubilación. El principio de partida es el de una fiscalidad eficiente, no el de más “favores” fiscales al producto. De modo que la principal preocupación en este capítulo es mostrar las incoherencias en el tratamiento de unos y otros productos, que se manifestarían si el objetivo de la fiscalidad existente fuese promover el ahorro previsional a largo plazo y las rentas complementarias de jubilación de él derivadas. De ello se desprendería naturalmente la necesidad de racionalizar la fiscalidad de la jungla de productos que aspiran a impulsar este ámbito de la previsión colectiva y que puede que acaben por no producir este resultado a pesar de una fiscalidad comparativamente más favorable que la de las rentas vitalicias, que sí son capaces de lograr este objetivo.

El informe contiene también tres anexos en los que se contienen (i) una detallada explicación de la proyección de gastos e ingresos del sistema español de pensiones contributivas de la Seguridad Social (Anexo I, asociado

al Capítulo 3) realizada expresamente para este proyecto y de la que se desprende el escenario de tasas de sustitución necesario para estimar la brecha de renta de las pensiones, (ii) una explicación de la metodología Input/Output utilizada para la estimación de los efectos de la brecha de renta y la correspondiente caída del consumo de los pensionistas derivados de dicho escenario de tasas de sustitución y (iii) un resumen de la principal normativa fiscal que afecta directa o indirectamente a las rentas vitalicias y/o a la transformación de activos en rentas complementarias de jubilación.

# Principales conclusiones del informe



A continuación, se recogen las principales conclusiones que se desprenden del análisis realizado en este informe. Para ello se han clasificado las mismas en tres grandes apartados:

- Los antecedentes demográficos, y causas últimas, del problema de insostenibilidad de las pensiones públicas, que han obligado a la introducción de reformas relevantes que tendrán consecuencias sobre la suficiencia de las pensiones.
- Las consecuencias que la inacción y la falta de planificación adecuada puede conllevar para la capacidad adquisitiva de los jubilados y la “pobreza” relativa que se establecería en un grupo muy importante y especialmente sensible de la población española.
- Las soluciones que la industria aseguradora puede aportar a los trabajadores y jubilados de cara a generar los complementos de renta necesarios para mantener el poder adquisitivo previo a las mencionadas reformas.

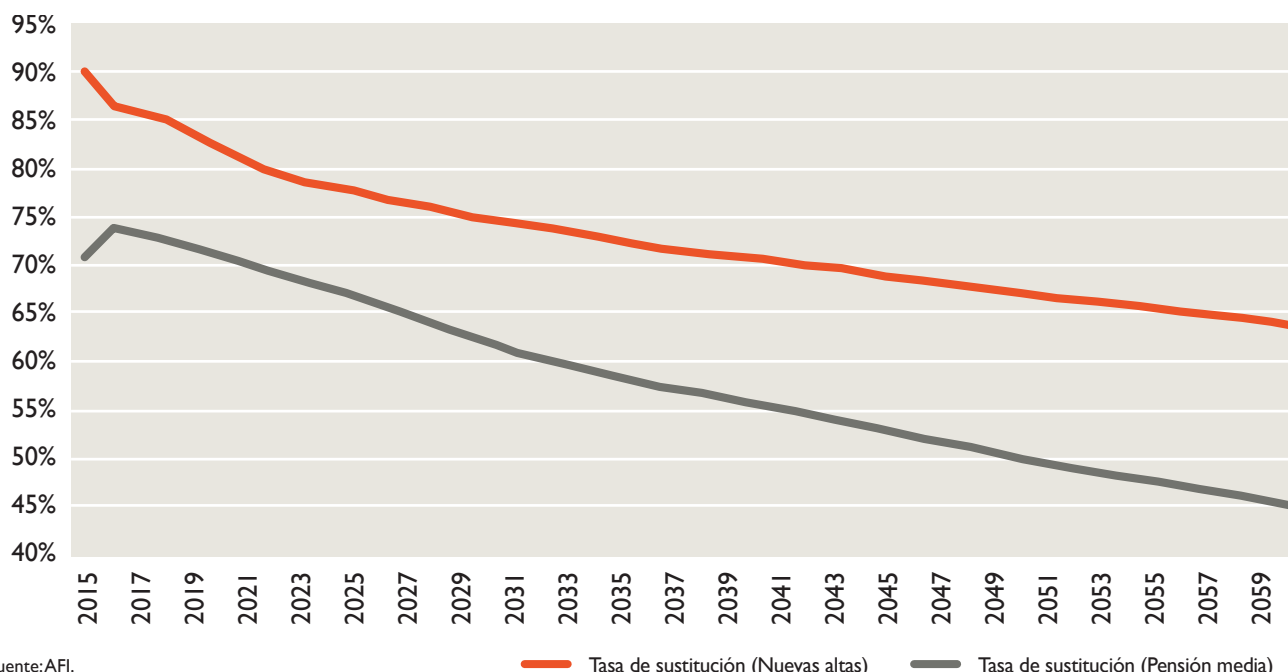
Los problemas de fondo de la creciente insuficiencia financiera del sistema de pensiones de la Seguridad Social son debidos a una demografía muy especial: la creciente longevidad de los individuos que obliga al sistema a otorgar rentas vitalicias públicas de mayor duración cada vez sin tener los activos que respalden dichas obligaciones de pago. De poco serviría tener más cotizantes, si a estos les afectase una longevidad todavía mayor, como verosíblemente ocurrirá.

La creciente insuficiencia financiera de los sistemas públicos de pensiones derivada, en gran medida, del progresivo aumento de la longevidad de los individuos, está obligando a los gobiernos de todo el mundo, incluida España, a adoptar reformas consistentes en la aplicación de factores generacionales, presupuestarios y actuariales para adecuar las pensiones a las cotizaciones efectivamente pagadas por los trabajadores. Estas medidas provocarán un ajuste paulatino a la baja en la tasa de sustitución de las pensiones (pensión de jubilación entre el último salario percibido antes de jubilarse) que se traducirá en reducciones crecientes del poder adquisitivo de unas pensiones que, sin embargo, deben pagarse durante cada vez durante más años.

Este es el caso de España, que ha acometido reformas en 2011 y 2013, con efectos justamente en esta línea, como puede apreciarse en el gráfico siguiente. Estos efectos

## 2.1. Los antecedentes demográficos y las causas de las reformas de las pensiones públicas

Tasas de sustitución de las pensiones - Previsión España 2015-2060



Fuente: AFI.

— Tasa de sustitución (Nuevas altas) — Tasa de sustitución (Pensión media)

traen causa de tres mecanismos muy relevantes que ya están actuando: el retraso de la edad de jubilación, el aumento del periodo de cómputo de la base reguladora de la pensión y la actuación del Índice de Revalorización de las Pensiones; a los que se sumará un cuarto en 2019: el Factor de Sostenibilidad generacional.

El gráfico anterior no puede ser más elocuente al respecto (ver Capítulo 4 y Anexo I de este Informe). Las principales conclusiones que se extraen en este ámbito se expresan a continuación:

- La esperanza de vida (cuánto se espera que viva una persona) viene aumentando de manera generalizada desde hace más de un siglo en la mayoría de los países, y de manera particular en España (donde la esperanza de vida al nacer es una de las más altas del mundo), y seguirá haciéndolo en el futuro. Las proyecciones de la población española del INE contemplan un crecimiento de la esperanza de vida al nacer en los próximos 50 años desde los 82 años actuales (media de mujeres y hombres) hasta los 93 años, a razón de dos meses y medio al año.
- En 2016, por segundo año, el número de muertes (409.099 personas) superó al de nacimientos (408.384 personas), que siguen cayendo. La tasa de natalidad española es una de las más bajas de la EU (8,8 nacidos por cada 1.000 habitantes en 2016). Los jóvenes cada vez se incorporan más tarde al mundo laboral, con carreras de cotización menos estables. En los próximos 20 años, en un contexto de estancamiento general de la población española y de declive de la población en edad de trabajar, el número de pensionistas aumentará en un 48%. Por lo tanto, el peso de los pensionistas sobre la población en edad de trabajar cada vez será mayor (en la actualidad es 2,23 ocupados por cada pensionista). Y las pensiones públicas de jubilación futuras experimentarán reducciones de su poder adquisitivo como consecuencia de las medidas ya adoptadas (y las que se adopten en su futuro) para garantizar la sostenibilidad de sistema público de pensiones de la Seguridad Social.
- La aplicación del aumento del período de cómputo de la base reguladora de las pensiones (hasta 25 años a partir de 2022) y del Factor de Sostenibilidad (que comenzará a aplicarse en 2019 y que adecuará las pensiones a la evolución de la esperanza de vida) dará lugar, previsiblemente, a una muy importante reducción de la tasa de sustitución (pensión/último

salario antes de jubilarse). Hemos estimado que dicha tasa de sustitución descenderá en España del 81% actual al 63,2% en 2035. Además, una vez causada, el jubilado medio verá el poder adquisitivo de su pensión adicionalmente reducido a causa de la inflación y del Índice de Revalorización de las Pensiones. Un trabajador medio que se jubile hoy, vería el poder adquisitivo de su pensión reducido en un 27% como consecuencia de todos estos factores.

- Los gobiernos deberían adoptar medidas (algunos gobiernos ya lo han hecho, como el “sobre naranja” que reciben los suecos todos los años de su gobierno) para que sus ciudadanos reciban todos los años la información que les permita entender cuál es su expectativa futura de pensión pública, en euros de hoy, de modo que puedan adoptar decisiones para planificar su jubilación con suficiente margen de tiempo. La experiencia de otros países europeos que ya están aplicando esta medida demuestra que es la mejor forma para que los ciudadanos sean conscientes de la posible diferencia entre su último salario y su previsible pensión en el momento de la jubilación, actuando en consecuencia comenzando a ahorrar de manera sistemática desde jóvenes. La Ley 27/2011 de reforma de la Seguridad Social, estableció la obligación de que tanto la Seguridad Social como los sistemas complementarios informen de la previsible pensión de jubilación que van a percibir los trabajadores. A pesar del tiempo transcurrido esta obligación de información no ha sido desarrollada por el Gobierno. Se llegó a elaborar un borrador de Real Decreto que concretaba el contenido y metodología de la información, pero no llegó a aprobarse.

## 2.2. Las consecuencias de las reformas para la suficiencia de las pensiones

La caída de las tasas de sustitución de las pensiones causará efectos en la economía española y en la de cada uno de los jubilados. El posible deterioro de las finanzas de los hogares jubilados puede acabar generando consecuencias macroeconómicas importantes en términos de empleo y actividad económica general. Entre el plano individual y el plano macroeconómico, los efectos pueden ser relevantes, pues el consumo de los jubilados es una parte muy importante del consumo privado. Los efectos macroeconómicos cuantificados para este informe se muestran en los cuadros siguientes.

**Impacto de la reducción en las rentas de la población jubilada en 2035** (euros de 2015)

Impacto	VAB (millones de €)	% del total del PIB de España	Empleo (personas)	% del total del empleo de España
Directo	21.537	1,4%	365.672	1,8%
Indirecto	11.834	0,8%	171.819	0,8%
Inducido	12.663	0,8%	217.195	1,1%
<b>Total</b>	<b>46.034</b>	<b>3,0%</b>	<b>754.687</b>	<b>3,7%</b>

Fuente: Afi a partir de INE

**Impacto medio anual medio de la reducción en las rentas de la población jubilada entre 2016 y 2035** (euros de 2015)

Impacto	VAB (millones de €)	% del total del PIB de España	Empleo (personas)	% del total del empleo de España
Directo	9.424	0,7%	160.015	0,8%
Indirecto	5.178	0,4%	75.187	0,4%
Inducido	5.541	0,4%	95.043	0,5%
<b>Total</b>	<b>20.144</b>	<b>1,5%</b>	<b>330.245</b>	<b>1,6%</b>

Fuente: Afi a partir de INE

Así pues, cientos de miles de empleos podrían perderse de manera permanente como consecuencia del impacto agregado de la pérdida de poder adquisitivo de las pensiones públicas.

En este campo de los efectos económicos del poder adquisitivo de las pensiones públicas las conclusiones más destacadas de este informe se muestran a continuación:

- La favorable evolución del consumo de los hogares jubilados en los últimos años, unida al importante peso que representan en la actualidad, que, por otro lado, está llamado a ser más relevante en el futuro si atendemos a las previsiones demográficas, justifican por sí mismos la necesidad de mantener, como objetivo de política económica fundamental, por las vías pública y complementarias, la capacidad de gasto de los jubilados. De lo contrario, el consumo total de los hogares españoles se verá seriamente afectado, y con él, el PIB, ya que el consumo privado viene a representar alrededor del 60% del mismo.
- El impacto de la reducción de las pensiones públicas de los jubilados, de no compensarse con un ahorro privado, supondrían un efecto negativo en el conjunto de la economía para el año 2035 de 46.000 millones de euros en términos de Valor Añadido Bruto (VAB) y, en fuerza de trabajo, en el entorno de 754.700 personas. Es decir, de no remediarse la ausencia de renta de los jubilados, la actividad económica se sería mermada en un 3% del PIB en 2035, mientras que el empleo previsto para dicho año se reduciría en un 3,7%.
- En el conjunto del periodo hasta el año 2035, el impacto medio anual ascendería a 20.100 millones de euros en VAB, un 1,5% del PIB en media cada año, que no se percibiría, de no cubrirse el gap de renta generado por las reformas del sistema público de pensiones. En términos de empleo, el impacto medio anual es equivalente al 1,6% del total de trabajadores, es decir, 330.200 puestos de trabajo que, en media, no se cubrirían por la reducción de la actividad económica derivada de la ausencia de renta de los jubilados.
- Los españoles poseen activos suficientes de todo tipo (financieros y sobre todo inmobiliarios) como para poder transformar una parte de ellos en rentas complementarias de jubilación a través de rentas

vitalicias, que acompañen en todo momento a la pensión pública de jubilación, manteniendo la capacidad adquisitiva de sus titulares.

- Una estimación actuarial del ahorro previsional necesario para que un jubilado de 67 años pueda compensar la merma antes mencionada en su pensión arroja un montante de unos 63.400 euros (medida

de mujeres y hombres) con los que se adquiriría una renta vitalicia mensual de unos 380 euros. En términos medios, esta renta mensual compensaría plenamente la pérdida del poder adquisitivo de la pensión pública. Para un jubilado de 77 años, las estimaciones correspondientes serían de unos 21.000 euros de ahorro acumulado para adquirir una renta vitalicia mensual de 246 euros.

### Renta complementaria necesaria para compensar la pérdida de poder adquisitivo de la pensión por casos-tipo (género y edad)

Género y edad (hoy) del beneficiario	Prima única del seguro de RR VV (€)	Renta complementaria (€/mes)
Hombre: 67 años	55.426,77	345,31
Mujer: 67 años	71.318,45	345,31
Hombre: 57 años	59.151,83	379,54
Mujer: 57 años	74.821,98	379,54
Hombre: 77 años	18.549,77	246,25
Mujer: 77 años	23.518,87	246,25

Fuente: Afi a partir de INE, MEYSS

## 2.3. Las soluciones que aportan las rentas vitalicias

Ante la dificultad para incrementar los recursos públicos para las pensiones, deben plantearse las soluciones que puedan emerger desde las empresas y los propios individuos sobre la base de sus ahorros de naturaleza previsional.

Y entre estas soluciones se encuentran las Rentas Vitalicias. El concepto de “renta vitalicia” debe explicarse bien. Aunque parece sencillo de explicar aludiendo a “una renta para toda la vida”, cómo se logra definir dicha renta a partir de un activo, garantizando su nivel y la certeza de percibirla, sea cual sea la duración de nuestra vida (lo que desconocemos), no es un asunto trivial. Ya que la doble implicación de que “no sobrevivamos a nuestros ahorros”, lo que sería una mala noticia, y de que “nuestros ahorros no nos sobrevivan”, lo que sería ineficiente, requiere de una planificación y una gestión bastante avanzadas y complejas en la que no puede faltar la técnica aseguradora.

Las rentas vitalicias son uno de los mejores instrumentos

para reducir la incertidumbre y maximizar la riqueza/gasto en vida respecto a los ingresos a percibir al alcanzar la edad de jubilación. En ausencia de la renta vitalicia, el jubilado tiene que decidir por sí mismo cómo ir liquidando su patrimonio en función de sus expectativas de vida, corriendo el riesgo de, o bien agotar su patrimonio por haber calculado por defecto su expectativa de vida, o bien de vivir por debajo de sus posibilidades por haber calculado por exceso su expectativa de vida. Las rentas vitalicias logran mutualizar las desviaciones de la esperanza de vida a ambos lados de la media y eliminan el riesgo de vivir por encima o por debajo de las propias posibilidades y de caer, respectivamente en la pobreza o en la ineficiencia.

Las principales conclusiones que se desprenden del informe en el ámbito de la previsión social complementaria instrumentada mediante rentas vitalicias se encuentran en los párrafos siguientes:

- Las rentas vitalicias son productos para el aseguramiento de rentas desde el momento de la jubilación hasta el fallecimiento. Desde el instante de su contratación, las rentas son conocidas, ciertas y están aseguradas. Su eficiencia radica en la mutualización

de riesgos individuales de longevidad y el traslado de dicho riesgo al asegurador. Son instrumentos que además permiten ofrecer garantías de tipo de interés a largo plazo, lo que a su vez permite a las entidades aseguradoras ejercer su papel tradicional de inversor institucional a largo plazo, financiando a la economía productiva de manera estable. Son productos, por tanto, que permiten a los ciudadanos cubrirse frente a dos riesgos muy importantes: la longevidad (vivir más que los ahorros que uno tiene) y la volatilidad de los mercados.

- Las rentas vitalicias adoptan, en los países en los que se encuentran más implantadas, una tipología variada adaptada a las necesidades de los ahorradores de cara al nivel de renta y flexibilidad de la misma que desean tener en su jubilación. Las rentas vitalicias se adaptan a la realidad de cada asegurado (fórmulas de contra-seguro, períodos ciertos de prestación, reversión, etc.). Existe un universo de posibles productos de rentas entre los cuales el ciudadano puede elegir, en función de sus circunstancias personales, familiares, económicas, etc., desde las rentas vitalicias puras (en las que la renta mensual que se percibe es mayor pero en caso de fallecimiento del asegurado sus herederos no perciben nada) hasta las rentas en las que el asegurado percibe una renta mensual menor pero en caso de fallecimiento del asegurado sus herederos perciben un porcentaje adaptable de la inversión realizada.
- La naturaleza actuarial de las rentas vitalicias determina su mayor eficiencia para garantizar unas rentas complementarias de jubilación. Así, como ejemplo ilustrativo, percibir una renta vitalicia mensual de 600 euros a partir de los 65 años requiere acumular un ahorro de 122.000 euros, como consecuencia de su cálculo actuarial y la mutualización del riesgo de longevidad, mientras que para obtener esos mismos 600 euros mensuales en una inversión estrictamente financiera requeriría acumular un ahorro de 242.000 euros (casi el doble).
- Entre los hogares españoles, la forma de riqueza más extendida es el patrimonio inmobiliario (vivienda habitual y segundas viviendas), especialmente entre los jubilados. Un 80% de los españoles posee la vivienda en la que vive, y entre los jubilados, el 95% tiene dicha vivienda íntegramente pagada. El valor mediano de la vivienda de los jubilados se situaba en 2015 en unos 127.000 euros, valor significativamente más elevado que el del importe necesario para constituir

una renta vitalicia que compense íntegramente el escenario de reducción de las tasas de sustitución de la pensión pública en las próximas décadas. Se dice comúnmente que los españoles son “ricos en patrimonio” y “pobres en rentas”.

- Las rentas vitalicias son también un instrumento ideal para la conversión de ese patrimonio en rentas complementarias a la pensión pública, que permitan hacer frente a las necesidades de la jubilación y, en las etapas finales de la vida, a una posible situación de dependencia, dado que gozan de un beneficio fiscal previsto en el artículo 38.3 de la Ley del IRPF por el que se establece la exclusión de gravamen de las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto con ocasión de la transmisión de elementos patrimoniales por contribuyentes mayores de 65 años, siempre que el importe total obtenido por la transmisión se destine a constituir una renta vitalicia asegurada a su favor, por importe máximo de 240.000 euros.
- Como se ha comentado anteriormente, la renta vitalicia constituye un instrumento idóneo, complementario a la pensión pública de jubilación (se cobra mes a mes hasta el fallecimiento, viva el cliente lo que viva), para el mantenimiento de la capacidad económica de los jubilados, con la consiguiente influencia positiva en la economía española y en el empleo.
- Las últimas novedades en materia de impulso a la previsión social complementaria se están produciendo en el ámbito de lo que se conoce como adscripción por defecto (*soft-compulsion*). Estos mecanismos consisten, básicamente, en que al trabajador se le incluye por defecto en un esquema de previsión social complementaria, si bien puede optar por salirse del mismo. Desde un punto de vista de política económica, y para garantizar que los ciudadanos dispongan de capacidad económica cuando se jubilen, en el ámbito de las empresas debería establecerse la obligación de que éstas destinen un porcentaje determinado de la masa salarial a sistemas complementarios de pensiones, o bien que al menos aquellas empresas que no tengan un sistema de previsión social incorporen a sus trabajadores a un esquema de pensiones salvo renuncia expresa del trabajador.
- Como complemento indispensable a la anterior medida, debería fomentarse, asimismo, que las prestaciones de los sistemas de previsión social y de los instrumentos de ahorro a largo plazo, tanto



individuales como colectivos, se perciban en forma de renta vitalicia, estableciendo una exención fiscal de parte de la prestación, para garantizar que el ahorro acumulado se cobre mes a mes (y no de una sola vez, en forma de capital) complementando realmente a la pensión pública hasta el fallecimiento, viva lo que viva el asegurado.

- Finalmente, cabe reiterar la necesidad de que los gobiernos informen anualmente a los ciudadanos, con hipótesis realistas, sobre su previsible pensión pública esperada cuando se jubilen, en euros de hoy, de modo que puedan adoptar decisiones para planificar su jubilación con suficiente margen de tiempo.



# Naturaleza de las rentas vitalicias

### 3.1. Naturaleza del producto, tipología de fórmulas y prestaciones y extensión en mercados representativos

Tanto la Seguridad Social como los Sistemas Privados de Pensiones se basan en un principio muy simple: el esfuerzo de realizar aportaciones durante el ciclo “activo”, y su conversión en rentas de jubilación (o contingencias afines, como discapacidad permanente y viudedad) durante el periodo “pasivo”. Estas rentas, por definición tienen la naturaleza de “rentas vitalicias”, es decir, se perciben “de por vida”. Una renta vitalicia genuina, en el contexto financiero y asegurador en el que surge este concepto, sin embargo, debe estar respaldada exactamente por recursos suficientes.

En este contexto, las rentas vitalicias (conocidas en el argot internacional como *annuities*)<sup>1</sup>, al formularse sobre la base del principio actuarial practicado por la industria del seguro, son sostenibles por definición, ya que los recursos para su pago son acumulados, preservados y rentabilizados desde la primera aportación (si se trata de una RV diferida) hasta (referido a su garantía y rentabilización) el último pago realizado con cargo a los recursos previamente acumulados y sus rendimientos. Por definición, los recursos disponibles se agotan exactamente (desde el punto de vista actuarial) con la realización del último pago en el momento del fallecimiento del titular de la renta.

En cambio, las “rentas vitalicias” pagadas por la Seguridad Social en la mayoría de países del mundo no se atienen a este principio, sino que se financian con recursos corrientes aportados por los cotizantes del momento (principio de solidaridad intergeneracional). No hay capitales acumulados ni, en general, correspondencia financiero-actuarial estricta con las aportaciones. Incluso

en el caso de que se diera esta correspondencia estricta, no tendría por qué darse la adecuación justa de los recursos corrientes para su financiación. Las pensiones públicas son rentas vitalicias solo en el sentido de que cada sistema promete pagarlas hasta el fallecimiento de los titulares de las mismas.

Debido al retraso de adaptación histórico que los sistemas de Seguridad Social acumulan, por ejemplo, en materia de edad de jubilación, muchos de estos sistemas presentan enormes desequilibrios financieros y niveles de deuda implícita a futuro que ponen en cuestión la sostenibilidad, la suficiencia, o ambas, de las pensiones públicas en el medio y largo plazo. En este contexto, cabe destacar que España es el cuarto país del mundo (empatado con Australia), por detrás de Japón, Suiza y Singapur donde la población vive más tiempo según las últimas estadísticas mundiales publicadas por la Organización Mundial de la Salud<sup>2</sup> (OMS). Así, la creciente longevidad (ver epígrafe 3.3) añade mayor desestabilización en las cuentas de las pensiones.

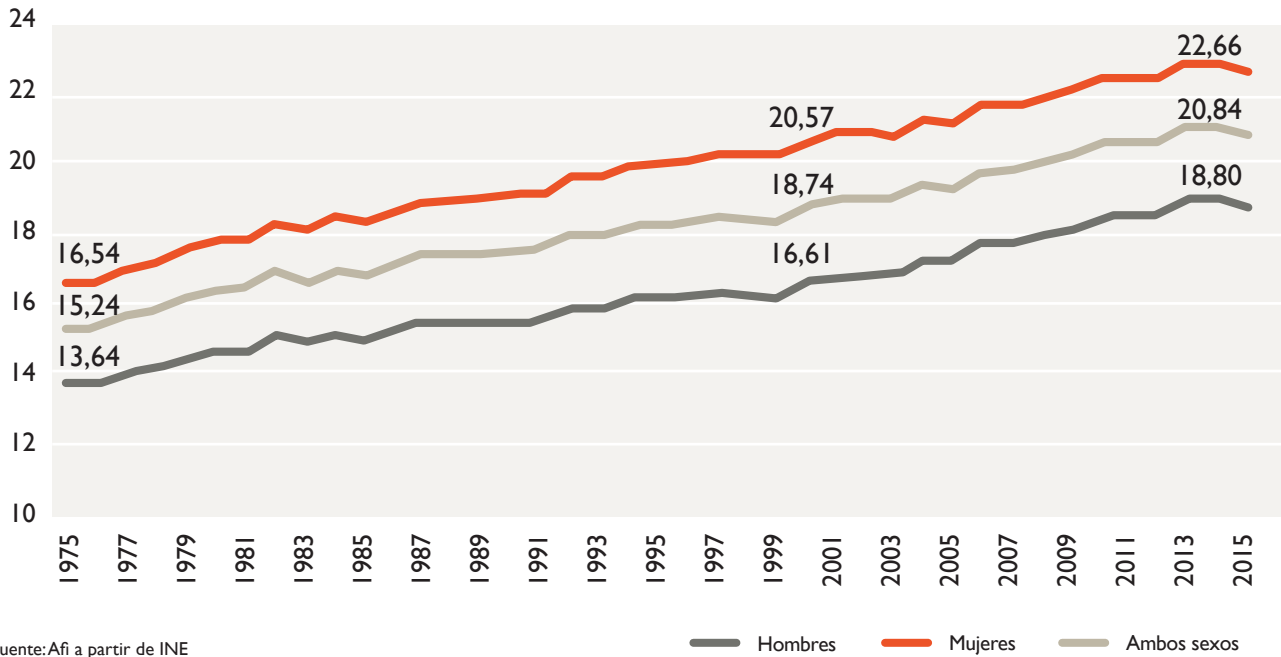
Si bien es siempre una buena noticia constatar el aumento de los años que un individuo espera vivir, ello implica a su vez que la Seguridad Social pagará las pensiones por jubilación durante más tiempo, independientemente de los años cotizados por cada uno de los ciudadanos, presionando al alza la bolsa de pensionistas. Como se verá más adelante, la mejora de las expectativas de vida en las personas de edad madura y avanzada ha sido notable en las últimas décadas. La esperanza de vida a los 65 años de los hombres y de las mujeres ha aumentado en más de 2 años en los últimos 15 años.

En línea con las tendencias y proyecciones observadas a nivel internacional, donde la esperanza de vida ha mejorado espectacularmente, si hablamos de países y sociedades emergentes, la población mayor de 65 años está llamada a multiplicarse.

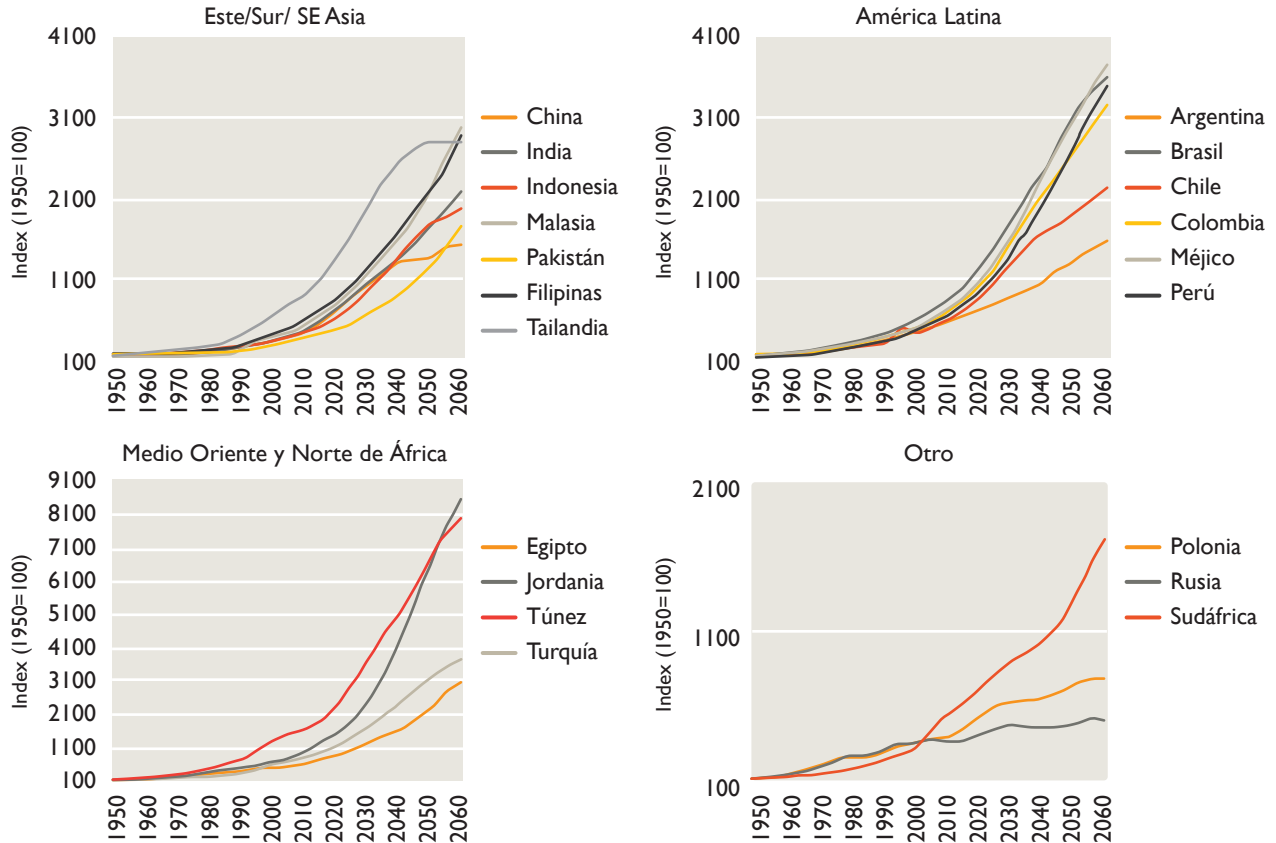
1 “Life Annuity Products and Their Guarantees”. OCDE (2016). Dentro del concepto de *annuity*, la OCDE identifica 3 grupos de productos: (i) *Fixed payment annuities*: aquellos que ofrecen pagos fijos definidos de antemano; (ii) *Indexed annuities*: los que ofrecen pagos cuya cuantía depende de la evolución de una medida objetiva que varía en el tiempo (indexación) y (iii) *Retirement savings with a guaranteed income option*: caracterizados por la flexibilidad que ofrecen al tomador en el acceso a los activos subyacentes. Estos productos también otorgan garantías al ahorrador tanto en la fase de acumulación como de *payout*.

2 “World Health Statistics 2016: Monitoring health for the SDGs”. OMS (2016). Se puede consultar en: [http://www.who.int/gho/publications/world\\_health\\_statistics/2016/en/](http://www.who.int/gho/publications/world_health_statistics/2016/en/)

### Evolución de la esperanza de vida (años) a los 65 años en España, 1975-2015



### Población de 65 y más años en los países emergentes – Proyección a 2060 (1950 = 100)



Fuente: Ageing in emerging markets. The Emerging Markets Symposium. Green Templeton College. U. Of Oxford. 2015

Conviene, no obstante, tener en cuenta que los 65 años de hace décadas no equivalen a los actuales y que hoy la población llega a edades muy avanzadas en muy buen estado de salud.

El cuadro siguiente es muy elocuente respecto a lo que ha cambiado la “gran edad” que la Seguridad Social vino a asegurar hace más de un siglo. A los 65 años

de 1900, según las Tablas de Mortalidad del INE, solo sobrevivía el 26,2% de una generación (sintética) y a esa misma edad la esperanza de vida era de 9,1 años (unisex). Pues bien, hoy (2015), las edades equivalentes a las que se dan estos dos rasgos biométricos son, respectivamente, los 91 y los 81 años. Hoy, pues, la “gran edad” de 1900 se situaría entre los 81 y los 91 años.

### Edad equivalente hoy a los 65 años de 1990 (\*)

	Edad a la que sobrevive el 26,18% de una generación		Edad a la que la esperanza de vida es de 9,1 años	
	1900	2015	1900	2015
Hombres	65 años	89 años	65 años	79 años
Mujeres	65 años	93 años	65 años	82 años
<b>Total</b>	<b>65 años</b>	<b>91 años</b>	<b>65 años</b>	<b>81 años</b>

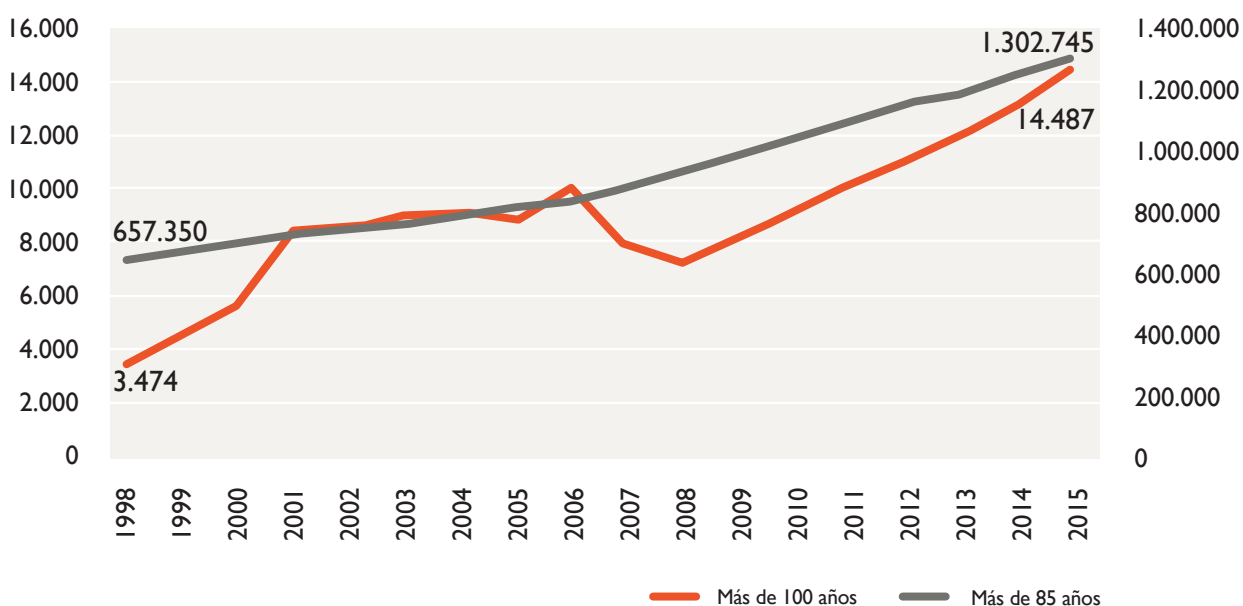
(\*) En 1990, a los 65 años sobrevivía el 26,18% de una generación y la esperanza de vida era de 9,1 años (unisex).

Fuente: Afi a partir de INE

En España, la población mayor de 85 años ha crecido en medio millón de personas en la última década, hasta contabilizar 1,3 millones de personas. Y el número de

centenarios españoles, ha aumentado a un ritmo del 10% anual, hasta aproximarse a las 14.500 personas a finales de 2015.

### Evolución de la población mayor de 85 años (escala dcha.) y 100 años (escala izda.) en España, 1998-2015

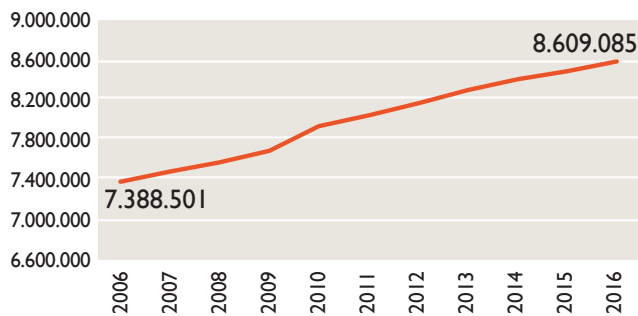


Fuente: Afi a partir de INE

En este contexto, la proliferación de los tratamientos y terapias específicamente diseñados para alargar la vida también supondrá una verdadera revolución en la generalización de “supercentenarios” (110 y más años) entre los *millennials* nacidos en las décadas de los ochenta y noventa del siglo XX. Desde el punto de vista individual, prolongar la vida puede resultar

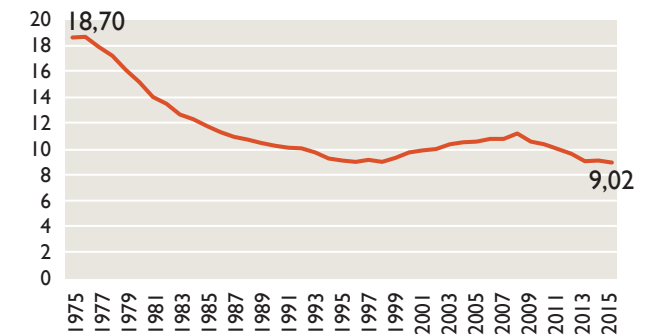
atractivo, pero desde el punto de vista socioeconómico, supone comprometer la edad de jubilación, el envejecimiento laboral y, en definitiva, el sostenimiento económico de la jubilación. En este sentido, en los últimos diez años, en España, el número de pensionistas se ha elevado en 1,3 millones de personas aproximadamente (16,5%).

### Evolución del número de pensionistas en España, 2006 – 2016



Fuente: Afi a partir del Ministerio de Empleo y Seguridad Social

### Evolución de la tasa bruta de natalidad en España, 1975 – 2015

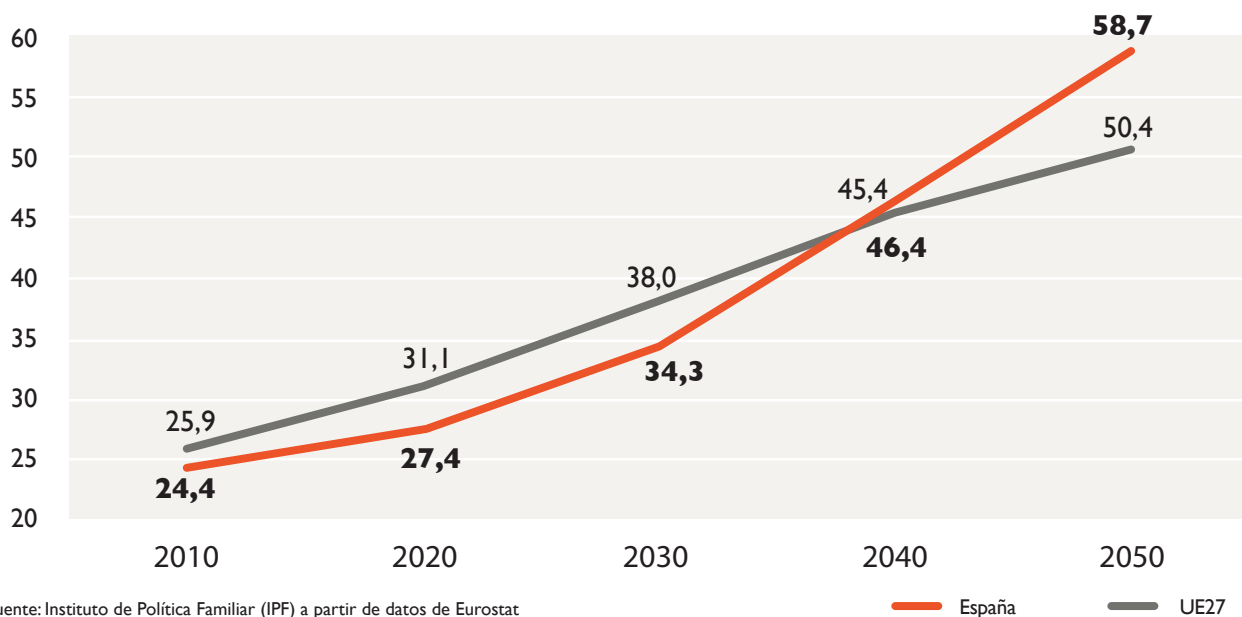


Fuente: Afi a partir de INE — Nacimientos por cada mil habitantes

Si a lo anterior añadimos el modesto y decreciente número de nacimientos (que reduce el número potencial de trabajadores cotizantes), se dificulta la sostenibilidad del sistema de la Seguridad Social y, por consiguiente, se agudiza la presión a la baja de las cuantías de las

pensiones públicas, para estabilizar al sistema, que hará cada vez más necesario contar con mecanismos de ahorro como las rentas vitalicias. En este sentido, según proyecciones de Eurostat, en 2050 por cada 3 mayores de 65 años sólo habrá 5 personas en edad activa:

### Ratio de dependencia vejez (Población > 65 años frente a Población de 15 a 64 años)



Fuente: Instituto de Política Familiar (IPF) a partir de datos de Eurostat

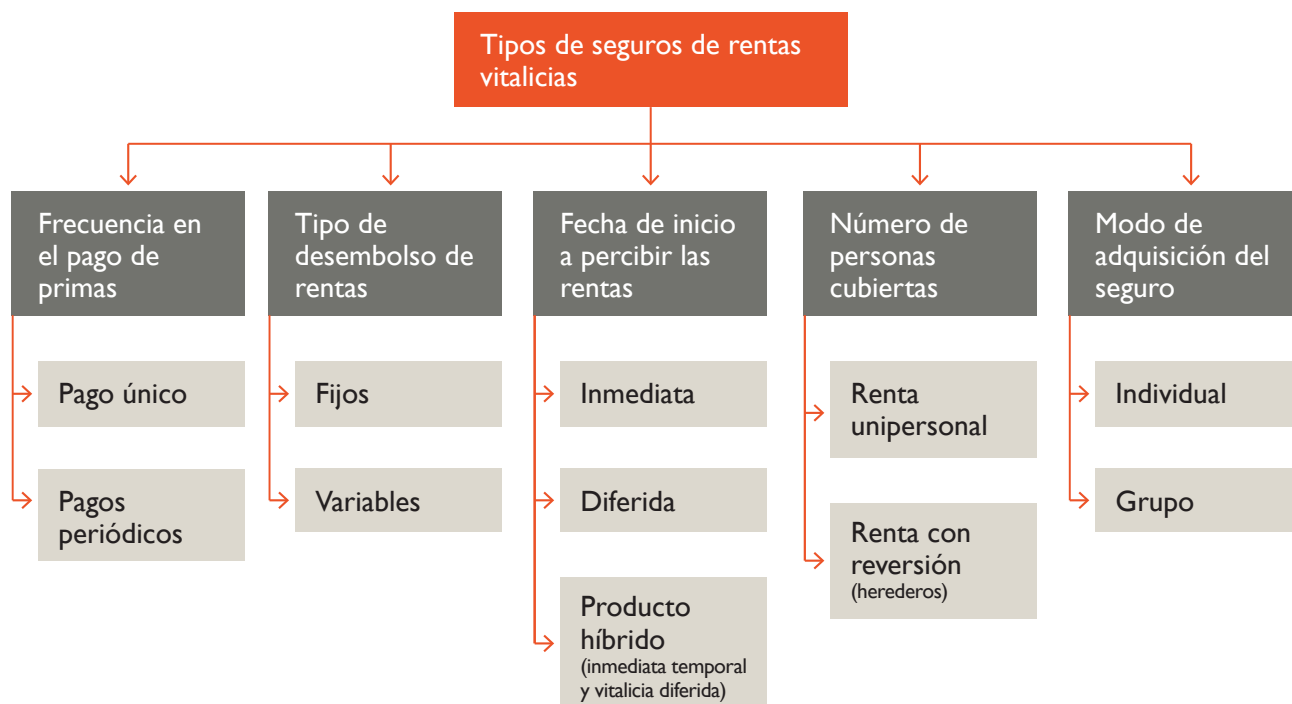
Como se ha indicado anteriormente, las rentas vitalicias serán percibidas por el asegurado desde la fecha pactada contractualmente hasta su fallecimiento, de modo que el cliente se asegura la percepción de unos ingresos fijos durante el resto de su vida. Al tratarse de un producto de carácter vitalicio, tanto las rentas como el importe de la prima única que el cliente debe aportar en el momento de la contratación del seguro van a estar vinculados a la esperanza de vida del asegurado. En este sentido, la principal variable que va a determinar la cuantía a pagar para contratar el seguro y las cantidades que se recibirán periódicamente todos los meses es la edad (que junto con otros condicionantes determinan la esperanza de vida). Como es natural, cuanto mayor sea la esperanza de vida, mayor será la cantidad inicial a aportar para contratar el seguro, menor será la cantidad de las mensualidades a percibir con carácter vitalicio, o una combinación compensatoria de ambas consecuencias.

De lo expuesto anteriormente, se puede concluir que mediante los seguros de rentas vitalicias los aseguradores ofrecen a los titulares de las pólizas protección contra dos grandes clases de riesgo:

- Riesgos biométricos, como el de longevidad (ver epígrafe 3.3) y el de mortalidad.
- Riesgos macroeconómicos y del mercado financiero (ver epígrafe 3.4), como el de inflación, de tipos de interés, del mercado de valores y del mercado crediticio.

Tal protección se puede configurar conforme a un amplio abanico de posibilidades, gracias a la gran capacidad de adaptación que tienen las rentas vitalicias con respecto a las circunstancias particulares de cada ahorrador. Ello determina que las rentas vitalicias puedan clasificarse según los siguientes elementos recurrentes del contrato:

### Tipología de rentas vitalicias: opciones de configuración



Fuente: Afi



- Frecuencia en el pago de primas: la prima que el ahorrador (y a su vez asegurado) tiene que pagar al asegurador puede ser un pago único o un pago periódico (fijo o variable):
  - Pago de prima única: el pago previo de la prima que realiza el tomador de las rentas vitalicias (ahorrador) es una cuantía única.
  - Pago de primas periódicas: el pago de prima que realiza el tomador de las rentas vitalicias (ahorrador), lo puede realizar en forma fraccionada, es decir, en varias cuantías, que podrán ser de idéntica o diferente cuantía a lo largo de un periodo de acumulación.
- Tipo de desembolso de rentas: de forma similar al modo en que se pagan las primas, el desembolso periódico de las rentas que realiza el proveedor de rentas vitalicias puede corresponder a una cantidad fija o variable:
  - Fijos: el asegurador paga un importe nominal fijo garantizado.
  - Variables: el asegurador paga un importe que varía en función de diferentes posibilidades:
    - Las prestaciones pueden estar vinculadas a la inflación, proporcionando de este modo una renta garantizada en términos reales. En la práctica, esta garantía se limita a la protección frente a un valor máximo de inflación, por ejemplo, el 5%.
    - Las prestaciones pueden variar en función del rendimiento de los activos subyacentes, por ejemplo, un índice de valores bursátiles.
    - Las prestaciones también pueden estar vinculadas al riesgo de mortalidad (seguros de rentas con participación en beneficios), donde los titulares de las mismas comparten inversión y riesgo de longevidad, pero obtienen el beneficio de la mutualización de riesgos (ver epígrafe 3.3).
- Fecha de inicio a percibir las rentas: el periodo de desembolso puede comenzar inmediatamente después de la contratación del seguro (seguro de renta vitalicia inmediata) o en una fecha futura predeterminada (seguro de renta vitalicia diferida), por ejemplo, cuando el asegurado cumpla 65 años. Mientras que la renta inmediata se obtiene a cambio del pago único de capital, la renta diferida suele financiarse mediante pagos de primas periódicas:
  - Rentas vitalicias inmediatas: el beneficiario comienza a percibir las rentas de forma inmediatamente posterior a la firma de la póliza.
  - Rentas vitalicias diferidas: comienzan a ser percibidas a partir de una fecha futura estipulada contractualmente. Esta modalidad es más común en personas de mediana edad que contratan un seguro de rentas vitalicias con la idea de comenzar a cobrarlas a partir de la fecha de jubilación.
  - Rentas vitalicias como producto híbrido (inmediata temporal y vitalicia diferida): el beneficiario comienza a percibir unas rentas estimadas mediante una metodología financiera inmediatamente posterior a la firma de la póliza, durante un periodo de tiempo determinado de forma previa. Una vez finalizado este periodo de tiempo (periodo de diferimiento), el beneficiario comienza a recibir unas rentas vitalicias, esta vez, estimadas bajo una metodología actuarial<sup>3</sup>.
- Número de personas cubiertas: un seguro de rentas puede cubrir a una única persona (renta unipersonal) o puede adoptar la forma de un contrato de renta vitalicia reversible en el que las prestaciones se perciben mientras viva una de las dos o más personas cubiertas por la póliza (renta reversible):
  - Renta unipersonal: la renta será percibida de manera exclusiva por un único beneficiario, mientras siga vivo (carácter vitalicio). De manera que, en caso de fallecimiento del beneficiario, la renta mensual (o su valor capital) no la sigue percibiendo ninguna otra persona en su lugar.
  - Renta con reversión: en caso de fallecimiento del beneficiario principal, se designa un segundo beneficiario que seguirá percibiendo un porcentaje previamente establecido de la renta mensual (100%, 70%, 50%, etc.). Esta modalidad es contratada de forma habitual por parejas que buscan asegurarse unos ingresos, incluso aunque uno de los miembros de la pareja fallezca.

<sup>3</sup> En función de la modalidad, es inevitable que emerjan aspectos financieros en un producto de renta vitalicia. No obstante, debe tenerse en cuenta siempre que la renta vitalicia es un producto asegurador, no financiero. Ese carácter asegurador se basa en la metodología actuarial (factores biométricos) necesaria para el cálculo de la renta periódica.

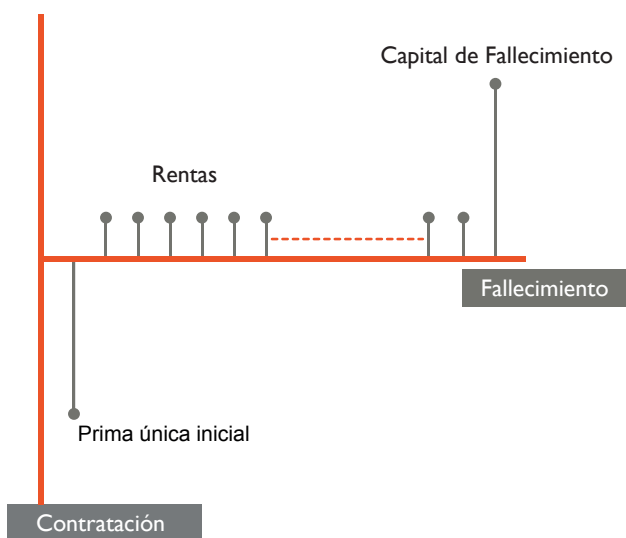
Adicionalmente, las rentas vitalicias pueden contratarse con o sin garantía en caso de fallecimiento del asegurado:

- Con garantía: se percibirá una renta en los términos establecidos en el contrato mientras que el asegurado siga vivo, pero si fallece dentro de la vigencia del contrato, sus beneficiarios percibirán un importe como capital de fallecimiento. Este capital de fallecimiento puede corresponder con una cuantía fija (la mayoría de los casos), o variable, si bien se trata de una modalidad todavía muy residual.

En definitiva, la garantía de fallecimiento permite reducir la aversión de los rentistas a asumir un riesgo de pérdida (en detrimento de sus beneficiarios) de su ahorro acumulado en caso de muerte prematura.

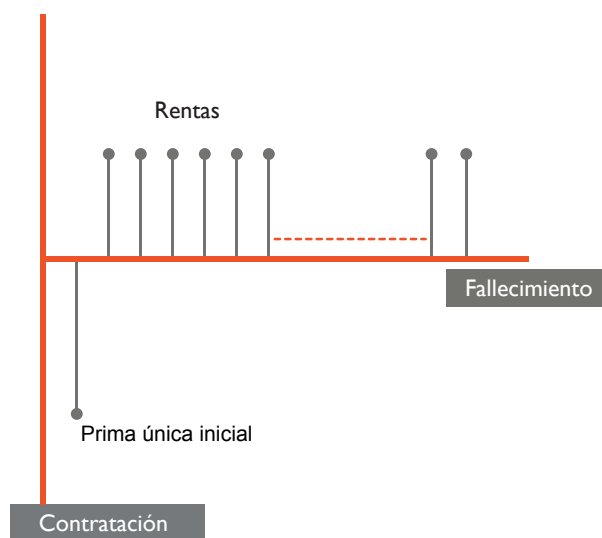
- Sin garantía: se percibirá una renta en los términos establecidos en el contrato mientras que el asegurado siga vivo, pero si fallece dentro de la vigencia del contrato sus beneficiarios no percibirán ningún tipo de prestación. La renta vitalicia es, por tanto, más elevada.

### Seguro de rentas vitalicias con garantía (de fallecimiento)



Fuente: Afi

### Seguros de rentas vitalicias sin garantía (de fallecimiento)



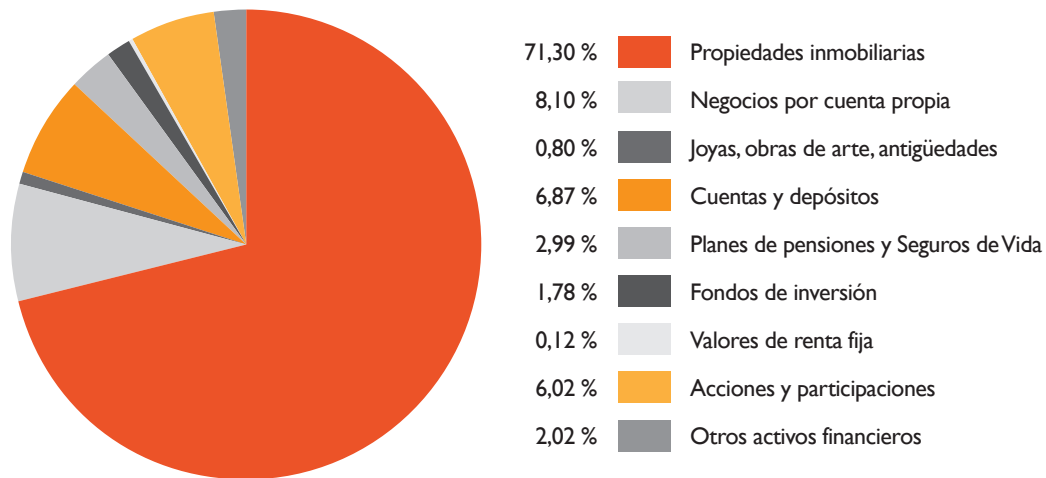
Fuente: Afi

- Modo de adquisición del seguro: la adquisición de un seguro de rentas puede hacerse de forma directa por una persona, a través de un contrato colectivo, normalmente a través del empleador, o a través de un plan de pensiones, un Plan de Previsión Asegurado -PPA- o un seguro colectivo que instrumenta compromisos por pensiones:

- Rentas vitalicias individuales: el tomador de la renta vitalicia es un único individuo, realizándose su tarificación en función de sus características y preferencias.
- Rentas vitalicias colectivas: el mismo producto de rentas está destinado a un grupo de individuos. El tomador suele ser una persona jurídica que representa a todo el colectivo.

- Planes de pensiones y PPA: el tomador de la renta vitalicia es un titular de un plan de pensiones (o PPA) que decide emplear el capital recibido del mismo para invertirlo en una renta vitalicia. Este cobro en forma de renta vitalicia es una posibilidad que la normativa de planes y fondos de pensiones le da al titular del plan de pensiones o del PPA. En este contexto, si el cliente se decanta por esta opción, el tomador o contratante de la renta vitalicia es el propio plan de pensiones, y el asegurado es el titular del plan de pensiones, pero la renta siempre la paga el plan de pensiones. De igual manera, en el caso de los PPA, si el cliente cobra en forma de renta vitalicia se considera que la cobra del propio PPA (tributando como en el caso de los planes de pensiones, es decir, como rendimientos del trabajo y no como rendimientos del capital mobiliario).

## Distribución de activos financieros e inmobiliarios del hogar mediano español (% total) - 2014



Fuente: Afi a partir de Banco de España. Encuesta Financiera de las Familias 2014 (última edición disponible)

Lo mismo cabe decir respecto de los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones. Si el compromiso prevé el pago en forma de renta vitalicia o, bien, siendo posible elegir, el cliente decide cobrar en forma de renta vitalicia, se considera que la cobra del seguro colectivo, tributando, por tanto, como rendimiento del trabajo.

En este contexto, la extensión de las rentas vitalicias es todavía limitada en España. Esta limitación es mayor en la población con menores niveles de renta, donde la combinación de menor renta disponible para el ahorro y mayor grado de cobertura por el sistema público respecto del último salario de su vida activa, da como resultado una escasa capacidad y/o predisposición para el ahorro a largo plazo.

La conclusión anterior queda reflejada en la distribución de los recursos de los españoles entre los distintos tipos de activos<sup>4</sup> que arroja la Encuesta Financiera de las Familias<sup>5</sup> en su edición de 2014 (última edición disponible), donde el predominio de los activos reales (el 80,2%, frente al 84,4% de 2011) contrasta con la reducida representación de los activos financieros (el 19,8%, frente al 15,6% de 2011). En efecto, la vivienda principal es el activo más importante de las familias

españolas, ya que representa el 57,4% (frente al 60,3 % que representaba en 2011) del valor de los activos reales para el conjunto de hogares y un 46 % del valor de los activos totales.

En cambio, el rubro de Planes de pensiones y Seguros de vida-inversión<sup>6</sup> (3,0%), en el que se enmarcan las rentas vitalicias, no goza aun de una representatividad significativa. En este sentido, sólo el 26,5% de los hogares posee algún plan de pensiones privado o seguro de vida de inversión o mixto. Una proporción que crece con la renta y la riqueza, donde la tenencia es mayor para los hogares con cabeza de familia de entre 55 y 64 años y para aquellos cuyo cabeza de familia es un empleado por cuenta propia.

A la luz de los últimos datos disponibles para el ejercicio 2016, la extensión del segmento de los seguros de vida-ahorro anota un desempeño con potencial de mejora, fruto de los limitados rendimientos ofrecidos por el escenario de bajos tipos de interés (ver epígrafe 3.4), unido al incremento de consumo de capital de determinados productos en el marco de Solvencia II. Las rentas vitalicias y temporales constituyen el producto más relevante en términos de ahorro gestionado, al acumular en 2016 unas provisiones técnicas de 83.668 millones de euros (prácticamente la mitad del ahorro total gestionado por los seguros de Vida-Ahorro), un 4,1% más que en el mismo periodo del año

<sup>4</sup> Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011. Banco de España (24 de enero de 2017).

<sup>5</sup> La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) es una encuesta elaborada por el Banco de España que permite relacionar las rentas, los activos, las deudas y el gasto de cada unidad familiar. Se recogió por primera vez en 2002, y posteriormente en 2005, 2008, 2011 y 2014 (quinta y última edición).

<sup>6</sup> En los Planes de pensiones no se incluyen los derechos a pensiones de la Seguridad Social. Los seguros de vida considerados son los seguros de inversión o mixtos, pero no los de cobertura de riesgo de muerte (vida-riesgo).

## Desempeño del Seguro de Vida y Planes de Pensiones, 2016

Modalidades	Nº Asegurados		Provisiones Técnicas (en millones de euros)	
	2016	% crecimiento interanual	2016	% crecimiento interanual
Riesgo	19.732.578	3,32%	6.083,90	8,58%
Dependencia	37.600	2,82%	20,94	15,63%
Seguros de Ahorro / Jubilación	9.903.437	4,11%	171.713,28	5,94%
PPA	1.017.113	0,53%	12.934,96	3,17%
Capitales Diferidos	3.603.954	-0,97%	48.507,08	7,06%
Rentas Vitalicias y Temporales	2.302.966	-0,24%	83.668,66	4,11%
Transformación patrimonio en renta vitalicia	8.431	n.d.	768,58	n.d.
Planes Individuales de Ahorro Sistemático	1.799.232	17,76%	10.222,73	27,47%
S.I.A.L.P.	480.815	66,80%	1.990,98	118,08%
Vinculados a activos (Riesgo Tomador)	690.926	-5,96%	12.620,27	-8,09%
Total Seguro de Vida	29.673.615	3,58%	177.818,12	6,03%
Planes de Pensiones gestionados por Entidades Aseguradoras	3.573.585	-4,29%	40.751,96	4,09%

Fuente: Afi a partir de ICEA. Datos a 31.12.2016

anterior. Asimismo, las rentas vitalicias aseguradas<sup>7</sup> (constituídas a partir de los recursos obtenidos con la venta de algún elemento patrimonial), que cuentan con ventajas fiscales establecidas en la última reforma del IRPF (exención fiscal de plusvalías a la transmisión de dichos activos), acumulaban un volumen de ahorro de 769 millones de euros, atribuible a unas 8.500 personas mayores de 65 años.

En términos de evolución, destaca el desempeño de los Planes Individuales de Ahorro Sistemático (PIAS) (+27,5% en provisiones técnicas), si bien este protagonismo lo han acogido recientemente los denominados Seguros Individuales de Ahorro a Largo Plazo (SIALP) en 2016 (+118%), que acumularon 1.990 millones de euros. Hasta este periodo, en torno a medio millón de personas habían contratado una de estas

pólizas nacidas con el impulso de la reforma fiscal de 2014.

La extensión de las rentas vitalicias en el plano internacional difiere según la jurisdicción, tanto en lo que respecta al tamaño como a la oferta de productos. Tal diversidad deriva de las diferentes tradiciones culturales y de los distintos sistemas de pensiones estatales y reformas, así como de los distintos regímenes normativos y fiscales. Tal y como se ha anunciado al inicio del presente capítulo, a nivel global las rentas vitalicias se enmarcan dentro de la categoría de las *annuities*<sup>8</sup>, que dependiendo de sus características se pueden clasificar en tres grandes grupos en los que se encuadran diferentes productos. A continuación, se exhibe una descripción breve de los mismos, cuyo detalle consta en el Anexo IV del presente informe:

<sup>7</sup> El ejercicio 2016 fue el primero completo en el que se han computado este tipo de operaciones de seguro, puesto que las entidades comenzaron a comercializar estos productos a comienzos de 2016.

<sup>8</sup> "Life Annuity Products and Their Guarantees". OCDE (2016).

## Grupos y productos de *annuities* en el plano internacional

Grupo	Descripción	Productos
<i>Fixed payment annuities</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Garantizan pagos cuya cuantía es fija y está determinada de antemano. Confiere una doble protección al ahorrador:</li> <li>i. Protección absoluta frente al riesgo de longevidad (ver epígrafe 3.3), que es asumido por la compañía de seguros;</li> <li>ii. Protección absoluta frente a la volatilidad en los tipos de interés, donde el riesgo de inversión se traslada a la compañía de seguros.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Level/Escalating/De-escalating</i>: configuran la tipología de producto más básica, garantizando la cuantía de los pagos de forma inmediata o a partir de un momento futuro (diferimiento).</li> <li>• <i>Advanced life deferred annuities</i>: tienden a contratarse en edades próximas a la jubilación para prever pagos diferidos que comiencen a una edad más avanzada (por ejemplo, los 75 años).</li> <li>• <i>Enhanced annuities</i>: las rentas favorecidas contemplan pagos más altos a individuos a los que se atribuya una esperanza de vida menor (por ciertos factores que avalen un deterioro significativo de la salud como categoría socio-profesional, consumo de tabaco...).</li> </ul>
<i>Indexed annuities</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Son aquellas <i>annuities</i> que ofrecen pagos cuya cuantía no es fija, al depender de la evolución de una medida objetiva o índice sujeto a variación en el tiempo (indexación). Estos productos permiten que los pagos aumenten o disminuyan dependiendo de factores tales como la inflación o los beneficios derivados de la inversión.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Inflation indexed annuities</i>: son rentas cuya cuantía varía en función de la tasa de inflación de cada período, de modo que ofrecen una menor cuantía inicial en los pagos, ya que el monto de éstos cambiará en línea con la inflación de cada período.</li> <li>• <i>Participating life annuities</i>: incorporan un componente de participación en beneficios, al ofrecer un nivel de ingresos mínimo garantizado, al tiempo que contemplan pagos adicionales en función de los resultados de un indicador que se establezca.</li> <li>• <i>Variable payout annuities</i>: son aquellas cuyas rentas varían en función de los rendimientos de los activos. El pago inicial se calcula utilizando una tasa de retorno de referencia definida en el contrato, y los pagos posteriores se ajustan en función del rendimiento real de los activos, de modo que el ahorrador asume el riesgo de la inversión.</li> </ul>
<i>Retirement savings with a guaranteed income option</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se trata de una categoría híbrida que incluye productos diseñados para canalizar ahorro de cara a la jubilación, al tiempo que ofrecen la posibilidad de elegir el nivel garantizado de ingresos durante la jubilación. El rendimiento de estos productos depende de la evolución del mercado de los activos subyacentes, si bien garantizan un nivel mínimo de ingresos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Fixed indexed annuities</i>: ofrecen retornos que están indexados a rendimientos del mercado, estando limitada la selección de los fondos de inversión.</li> <li>• <i>Variable annuities</i>: se trata de fondos de ahorro con opción de conversión en renta. Los activos subyacentes de estos productos se gestionan en cuentas individuales, normalmente con una gran variedad de opciones, permitiendo la realización de los retornos en función de la evolución del mercado en vez de una tasa fija.</li> </ul>

Fuente: Afi a partir de OCDE (2016)

## Annuities más comunes, por jurisdicción

País	Producto de annuity más común
Australia	Annuity individual de pago fijo e inmediato con periodo garantizado a 10 años
Austria	Annuity individual de pago fijo y diferido
Bélgica	Annuity individual inmediata
Canadá	Annuity individual de pago inmediato
Chile	Annuity individual de pago inmediato indexado a la inflación
República Checa	Annuity individual de pago indexado y diferido
Dinamarca	Annuity grupal con participación en beneficios de pago diferido
Estonia	Annuity individual con participación en beneficios de pago diferido
Finlandia	Annuity individual con participaión en beneficios de pago diferido
Grecia	Annuity individual de pago fijo
Hungría	Annuity individual de pago fijo y diferido
Israel	Annuity individual de pago inmediato indexada al bono soberano
Italia	Annuity individual con participación en beneficios de pago diferido
México	Annuity individual de pago inmediato indexado a la inflación
Portugal	Annuity individual de pago fijo
España	Annuity individual de pago fijo e inmediato
Suecia	Annuity con participación en beneficios de pago diferido
Reino Unido	Annuity individual de pago fijo inmediato
Estados Unidos	Annuity individual de pago variable y diferido

Fuente: Afi a partir de OCDE (2016)

## 3.2. Aspectos actuariales y financieros: una distinción muy relevante

Como ya se ha comentado en la sección anterior, los seguros de rentas vitalicias son herramientas de ayuda para la planificación del ahorro acumulado disponible para su transformación en forma de rentas a partir de un momento en el tiempo previamente acordado, normalmente la jubilación. Su fin principal reside en aportar un complemento a las pensiones públicas de jubilación, puesto que estas últimas resultan ser en muchas ocasiones insuficientes para mantener un determinado nivel de vida para los adquirentes de estos productos.

Si bien, su definición, se apoya en conceptos a menudo financieros, en realidad, se trata de un producto cuya naturaleza financiera es escasa en el caso de la renta vitalicia convencional (*immediate annuity*), pero que puede cobrar mayor importancia en algunas de sus variantes (rentas vitalicias con garantía variable, por ejemplo). Es un contrato de seguro, aunque no es exactamente una póliza convencional ya que la prima es en realidad un pago único de cierta entidad a partir del cual un cálculo actuarial determina el flujo de pagos vitalicios asegurados. De ahí que los aspectos financieros, desde el punto de vista del tomador y/o beneficiario del seguro, pasen a un segundo plano.

Este tipo de seguros se engloba en la modalidad de los seguros de vida-ahorro. La entidad aseguradora previo cobro de una prima única, estimada de forma que pueda financiar el producto de renta vitalicia en base a cálculos actuariales, se compromete a garantizar el pago de una renta periódica, previamente establecida junto con el beneficiario al inicio del contrato de seguro. Lo más habitual es que se trate de una renta mensual inmediata, pagadera al final de cada mes, hasta su fallecimiento. Al mismo tiempo, y entre otras opciones ya comentadas en epígrafes anteriores de este informe, el propio producto de renta vitalicia puede incluir la cobertura por fallecimiento. Es decir, que se reembolse un porcentaje de la prima no consumida en caso de fallecimiento del beneficiario, lo que se denomina como seguro de rentas vitalicias con garantía de fallecimiento, o contraseguro.

De acuerdo con la explicación anterior, las características esenciales que definen las rentas vitalicias son:

- Las prestaciones de un producto de rentas están financiadas mediante el cobro de la prima.
- La prima se determina en base a metodología actuarial (edad y esperanza de vida).
- La entidad aseguradora, previo cobro de la prima, está obligada a garantizar el pago de una renta periódica, bajo las características establecidas.
- En caso de tratarse de un producto de rentas para un colectivo de asegurados, el representante jurídico del colectivo no tiene la obligación de hacer frente a los pagos establecidos en el producto de rentas.
- El factor de longevidad está implícito en las características del producto en sí.
- Existe la opción del diferimiento, en cuyo caso las características del producto se pactan antes del periodo de diferimiento. La provisión matemática calculada por la entidad, también se determina antes del diferimiento.

El beneficiario del seguro, que en la mayoría de los casos será el propio ahorrador-pensionista, está cubierto frente a los riesgos de longevidad, así como a los riesgos de reinversión. No obstante, la entidad aseguradora es quien hace frente a dicho riesgo de longevidad, a nivel individual y colectivo, el cual reside en la incertidumbre sobre el hecho de que el asegurado o colectivo asegurado puedan vivir más años y sobrepasen la esperanza de vida media estimada para dicho individuo o colectivo. No obstante, la ley de los grandes números permite que el riesgo de longevidad individual asumido por la entidad aseguradora, se pueda compensar o minorar. Esto es lo que diferencia los seguros de rentas vitalicias, de cualquier otro producto financiero de ahorro.

El cálculo de la prima mencionada permite constituir las reservas necesarias para que la entidad pueda hacer frente a las obligaciones adquiridas. Su cuantificación se realiza de acuerdo con los siguientes aspectos, que les diferencia al mismo tiempo de los instrumentos puramente financieros:

- Características del beneficiario de las rentas: edad del asegurado a fecha de efecto.
- Características del producto y parámetros técnicos: fecha de efecto; cuantía de las rentas periódicas;

porcentaje de crecimiento de dichas rentas; porcentaje de inflación a tener en cuenta; frecuencia del pago de las rentas; tipo de interés técnico utilizado en la actualización de flujos; porcentaje de gastos, comisiones y recargos de gestión.

- Aplicación de tablas de mortalidad: hacen referencia al componente biométrico basado en la esperanza de vida de un colectivo, y el porcentaje de mortalidad realista aplicado sobre dicha tabla.
- Suma asegurada: en caso de contar con contraseguro.

En lo que sigue de esta sección, se han realizado una serie de simulaciones ilustrativas de la relación entre las primas (o capitales) necesarias para la adquisición de diferentes productos, actuariales o financieros, con o sin contraseguro, necesarias para obtener un flujo de pagos vitalicios mensuales de 600 euros. El objeto de estas simulaciones es el de mostrar el mejor desempeño de los productos actuariales frente a los financieros en términos de la menor prima necesaria para obtener la misma renta.

Para comparar el impacto económico asumido por el tomador de un seguro de rentas vitalicias frente a alternativas financieras, se han realizado diferentes ejemplos de renta vitalicia considerando los siguientes supuestos:

- Un producto de rentas vitalicias para un individuo de 65 y 75 años.
- No se aplica diferimiento: con la contratación del producto de seguros, se empiezan a recibir las primeras rentas.
- El importe mensual de la renta es de 600 euros, con el fin de que sirva como complemento a una prestación por jubilación.
- Estimación de las diferentes primas, que se deberán abonar, aplicables en cada uno de los casos siguientes:
  - Estimación de la prima en base a una renta financiera que, en caso de fallecimiento, devuelve el 100% de la

prima pagada en el momento de la contratación a los herederos (Financiero con capital).

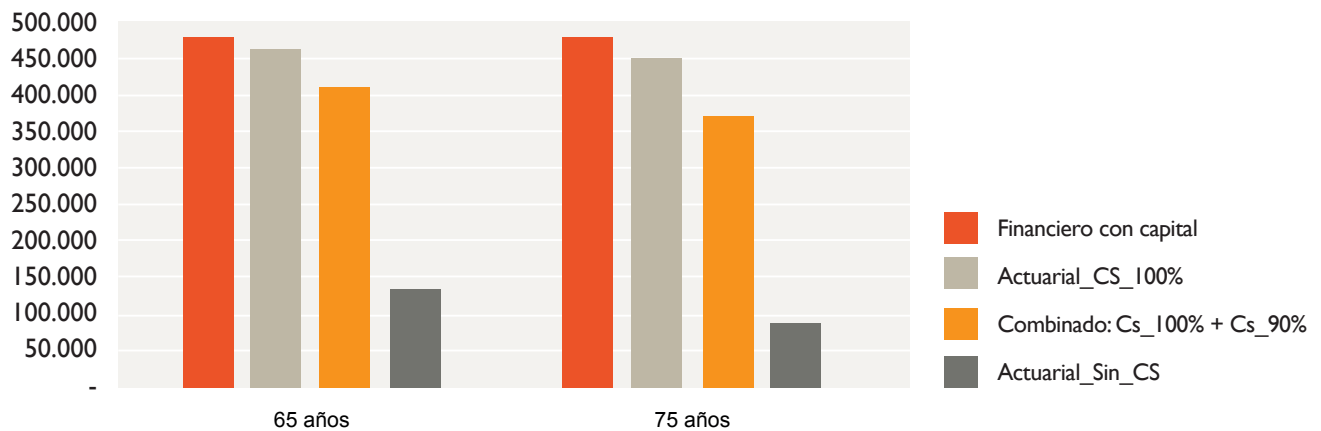
- Estimación de la prima en función de una renta vitalicia actuarial, sin contraseguro (Actuarial\_Sin\_CS).
- Estimación de la prima en función de una renta vitalicia actuarial con contraseguro en caso de fallecimiento, cuya suma asegurada puede ser de un 90% (CS\_90%), 100% (CS\_100%) y 105% (CS\_105%) sobre la cuantía de la prima, sin descontar las anualidades ya recibidas.
- Estimación de la prima en función de una renta temporal actuarial de 600 euros mensuales hasta cumplir los 80 años, con contraseguro en caso de fallecimiento del 100% (cuya suma asegurada será un 100% sobre la cuantía de la prima pagada, en caso de fallecer entre el momento de la contratación y los 80 años). Más una renta vitalicia actuarial de 700 euros mensuales, con un contraseguro en caso de fallecimiento del 90% (en caso de fallecimiento, la suma asegurada será un 90%), en caso de fallecer después.
- Consideración de rentas mensuales pos-pagables.
- Aplicación de un tipo de interés técnico del 1,5% anual.
- No se aplican gastos de gestión, ni comisiones, ni recargos.
- Se utilizan las Tablas de mortalidad PERM/F-2000 de nueva producción, con un porcentaje de un 100% sobre la mortalidad de la tabla.

Los resultados obtenidos bajo los diferentes supuestos, se muestran y comentan a continuación.

Según se aprecia en el siguiente gráfico expuesto, a igual renta mensual vitalicia (600€), la opción que requiere un menor ahorro previsional (capital o prima única) para la contratación de tal producto siempre resulta ser el producto actuarial (con o sin contraseguro), con independencia de la edad en la que se empiezan a recibir las rentas.



### Capital necesario (prima, euros) para obtener una renta mensual vitalicia de 600€, por tipo de producto con y sin contraseguro



Fuente: Afi

A continuación, se muestran las cifras concretas del caso de un producto que solo proporcione rentas sin contraseguro.

#### Ahorro necesario (prima única) por el tomador para obtener una renta mensual de 600 €, metodología actuarial (miles de euros)

	Actuarial_Sin_CS
65 años	132
75 años	88

Fuente: Afi

En caso de querer recibir además un capital en caso de fallecimiento, determinado como el 100% de la prima pagada en el momento de la contratación, el producto actuarial vuelve a necesitar un menor ahorro previsional (barra gris), si se compara con la misma prestación dada en un producto financiero (barra roja). Esto está causado porque en el producto actuarial, en caso de fallecimiento del titular, los beneficiarios dejan de percibir las rentas mensuales y recibirán el capital de inmediato. Mientras que, con el producto financiero, en caso de fallecimiento los beneficiarios van a seguir percibiendo unas rentas mensuales, hasta que el asegurado hubiera llegado a la edad máxima establecida, y además en dicho momento los beneficiarios recibirían el capital pactado, pero no antes.

#### Ahorro necesario (prima única) para obtener una renta mensual de 600 € y el 100% de capital de fallecimiento, metodología financiera vs actuarial (miles de euros)

	Financiero + 100%Capital	Actuarial + CS_100%
65 años	480	462
75 años	480	450

Fuente: Afi

Por último, puede darse un producto actuarial con contraseguro combinado (barra naranja). Es decir, desde el momento de la contratación hasta los 80 años existe una cobertura por fallecimiento de un 100% sobre la cuantía de la prima abonada, mientras que una vez pasados los 80 años la cobertura en caso de fallecimiento sería de un 90%. Este producto necesita un menor ahorro previsional por parte del tomador, que un producto financiero o actuarial, ambos con una devolución de capital del 100%.

#### Ahorro necesario por el tomador (prima única), para una renta mensual actuarial de 600 € con Cs\_100% hasta los 80 años, y después una renta mensual actuarial de 700 € con Cs\_90% (miles de euros)

	Combinado: Cs 100% hasta los 80 años + Cs90% después
65 años	412
75 años	371

Fuente: Afi

Un producto de rentas vitalicias con la opción de contraseguro con un porcentaje combinado por tramos menores del 100%, permite al tomador necesitar un menor ahorro previsional en comparación con un producto de rentas vitalicias con la opción de un porcentaje de contraseguro fijo del 100%. Esta es una opción más flexible y favorable, ya que permite al beneficiario aumentar sus ingresos mensuales durante el segundo tramo del producto en decremento del capital a recibir en caso de fallecimiento, en comparación con la renta mensual que le proporciona un producto de rentas vitalicias en el que el porcentaje de contraseguro es fijo del 100%. El tomador del producto puede adaptar las condiciones establecidas, porcentajes de contraseguro y edades de aplicación, en función a sus necesidades futuras estimadas.

Tal como se precia en los gráficos anteriores, según las características antes mencionadas, lo mínimo que el tomador debe abonar para la obtención de una renta mensual de 600 euros mensuales de forma vitalicia, está cerca de unos 90.000 euros; en ambos casos contratándose a los 75 años de edad, porque si se contratase a los 65 años la cuantía sería más elevada.

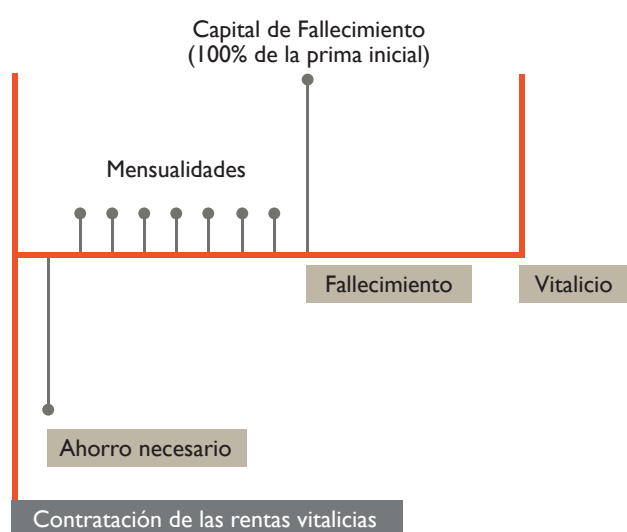
Estas cifras tan elevadas dan pleno sentido a la expresión “ahorro previsional” frente al término hasta ahora

utilizado de prima, ya que el pago de un importe tan elevado en la contratación de este tipo de seguros, requiere de un ahorro dedicado previo por parte del pagador, o en su caso, requiere estar en posesión activos que puedan tener un valor equivalente en el mercado.

La opción que requiere un mayor ahorro previsional desde el punto de vista del tomador, considerando la misma prestación entre beneficiarios de la misma edad, es la contratación de unas rentas vitalicias bajo una metodología actuarial con la opción de devolución de un 105% de la prima, en caso de fallecimiento. El elevado coste para este supuesto está motivado porque se está realizando el cálculo de un ahorro previsional que debe cubrir tanto el porcentaje de devolución de la prima como el pago de las mensualidades que haya recibido el beneficiario del producto.

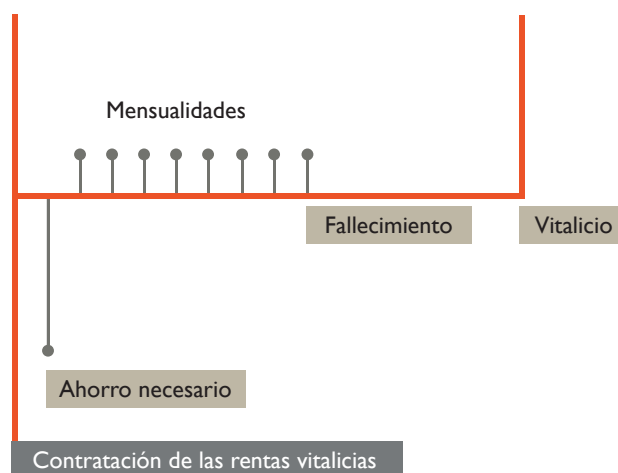
A continuación, se exponen dos imágenes que muestran el flujo monetario existente entre un producto de rentas vitalicias con y sin contraseguro, en ambos casos aplicando una metodología actuarial. En negativo (línea negra hacia abajo) se representa el pago que el tomador del producto de rentas debe realizar en el momento de la contratación, y en positivo (líneas negras hacia arriba) se representan los ingresos mensuales que recibirá el beneficiario del producto bajo cada modalidad.

### Flujograma de un producto de rentas vitalicias actuarial, con contraseguro



Fuente: Afi

### Flujograma de un producto de rentas vitalicias actuarial, sin contraseguro



Fuente: Afi

Se puede observar cómo en caso de fallecimiento del beneficiario de las rentas mensuales, en el producto que cubre la modalidad con contraseguro, la entidad aseguradora debe pagar el porcentaje establecido sobre la prima inicial que el tomador pagó en el momento de la contratación (ahorro necesario). Y cómo en un producto de rentas sin contraseguro en caso de fallecimiento, la entidad aseguradora cesa el pago de las rentas mensuales y no se produce ningún otro desembolso en forma de capital. Este hecho provoca, como ya se ha visto en los primeros gráficos de este apartado, que el ahorro necesario (prima única) en el momento de la contratación sea mayor bajo la modalidad con contraseguro.

En las modalidades por las que se puede contratar la opción con contraseguro, la cual está calculada bajo metodología actuarial, el ahorro previsional necesario (prima única) es creciente en función del porcentaje de devolución de la prima en caso de fallecimiento. Necesitándose un ahorro previsional significativamente más elevado en los casos en los que la devolución de la prima supera el 100%, como ya se ha comentado, y la edad del beneficiario es de 75 años. Como complemento al gráfico de ahorro previsional, se muestran unas tablas de cuanto sería el ahorro necesario por el tomador, bajo diferentes supuestos en los que el

porcentaje de devolución de prima se encuentra entre el 90% y el 105%:

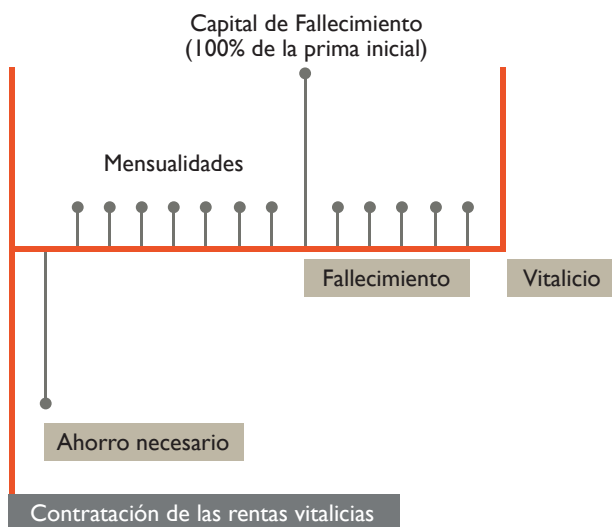
**Ahorro necesario por el tomador (prima única), para una renta mensual vitalicia actuarial de 600 €, con contraseguro (miles de euros)**

	CS_90%	CS_100%	CS_105%
65 años	369	462	528
75 años	319	450	567

Fuente: Afi

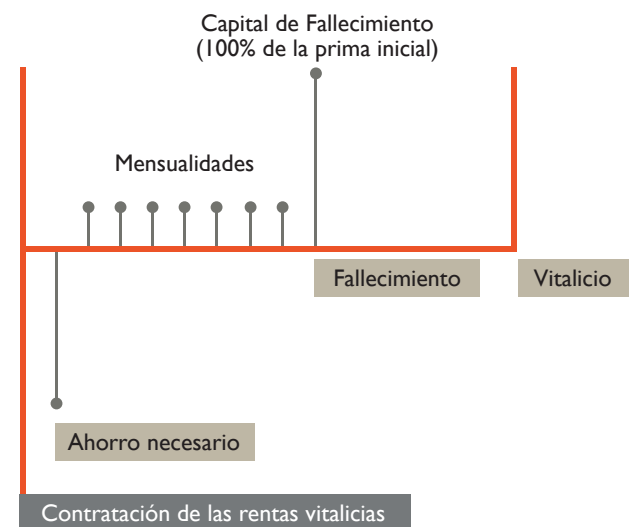
Esta vez, se exponen dos imágenes que muestran el flujo monetario existente entre un producto de rentas vitalicias aplicando una metodología financiera, donde en caso de fallecimiento se devuelve a los herederos el 100% de la prima pagada en el momento de la contratación, y un producto de rentas vitalicias con contraseguro según la metodología actuarial. Al igual que antes, en negativo (línea negra hacia abajo) se representa el pago que el tomador del producto debe realizar en el momento de la contratación, y en positivo (líneas negras hacia arriba) se representan los ingresos mensuales que recibirá el beneficiario del producto:

**Flujograma de un producto de rentas vitalicias bajo metodología financiera con capital**



Fuente: Afi

**Flujograma de un producto de rentas vitalicias con contraseguro, bajo metodología actuarial**



Fuente: Afi

En esta ocasión, ambas imágenes muestran cómo la contingencia de fallecimiento no supone un cese del flujo económico. En el caso de un producto bajo metodología financiera con capital, el fallecimiento es irrelevante, ya que la entidad aseguradora además de abonar la prima única pagada en forma de capital, seguirá pagando las rentas mensuales hasta que el beneficiario hubiera cumplido la edad máxima establecida en el producto. Mientras que, en el caso de un producto actuarial con contraseguro, el pago de rentas mensuales se detiene, pero de igual forma la entidad aseguradora debe abonar la prima única pagada, en forma de capital. Esta es la principal diferencia, ya que el capital de fallecimiento que se entrega en el producto con contraseguro es la prima única total satisfecha, es decir, no descuenta las rentas mensuales ya abonadas.

Por tanto, la opción que requiere un menor ahorro previsional se basa en el cálculo del ahorro previsional considerando una metodología actuarial sin opción de contraseguro, por el que cada una de las cuotas mensuales no sólo se actualizan al momento de la valoración, sino que se multiplican por la probabilidad de supervivencia del individuo en cuestión, lo que hace disminuir de forma considerable el ahorro previsional necesario (prima única) para la contratación del producto de seguros.

En las tablas comparativas mostradas hasta el momento, se puede observar como a mayor edad del beneficiario de las rentas vitalicias, en el momento de la contratación del producto de seguros, el ahorro previsional necesario es menor (a excepción de la modalidad que asume la devolución superior al 100%, donde tiene mayor peso el capital de fallecimiento). Este hecho está provocado por un doble efecto:

- Por un lado, a mayor edad del beneficiario la probabilidad de supervivencia por la que se multiplica cada pago de renta mensual es menor.
- Además, se consideran menos mensualidades de rentas, por estar más cerca de la edad máxima estimada para unas rentas vitalicias.

En esencia, los productos con aseguramiento del principal para los herederos del titular de las rentas vitalicias son sensiblemente más caros ya que los capitales deben cubrir tanto el capital por fallecimiento (un % de la prima) como la corriente de rentas vitalicias, que no deben de ser insignificantes si dichas rentas han de cumplir

su papel de complemento de las pensiones públicas llamadas a ver reducido su poder adquisitivo. Ahora bien, en ausencia de la reversión o el contraseguro, las primas son bastante más asequibles y, por su naturaleza, la prima del producto actuarial siempre vence a la del producto financiero.

Los tipos de interés ultra bajos afectan especialmente a los productos con reversión o contraseguro, ya que las rentas que este tipo de productos proporcionan se abonan fundamentalmente contra la rentabilidad de la prima que debe preservarse en su práctica totalidad. Tanto los productos con reversión o contraseguro como los que carecen de ellos, claramente, obligan a un compromiso entre los intereses del titular de la renta y los de sus herederos. Los primeros privilegian los intereses de los herederos (que reciben el principal) mientras que los segundos privilegian los intereses de los titulares.

### 3.3. Las rentas vitalicias como un instrumento para mutualizar el riesgo de longevidad

Las personas mayores necesitan contar con un nivel de ingresos suficiente para vivir el resto de su vida tras la jubilación, dure lo que dure ésta. Ello dependerá de la esperanza de vida, es decir, de la cantidad media de años que se espera que viva una determinada cohorte a partir de una edad determinada en un momento cualquiera del tiempo. Pero puede ocurrir que las personas vivan más de lo esperado, lo que desvirtuaría cualquier cálculo individual basado en la esperanza de vida. Surge entonces el riesgo de longevidad, es decir, el riesgo de que una o todas las personas vivan más de lo esperado y, por ende, el riesgo de que las reservas constituidas y/o recursos de otro tipo para el pago de las pensiones (jubilación, viudedad, orfandad e invalidez) resulten insuficientes para su finalidad, al basarse en tablas de mortalidad con hipótesis de supervivencia inferiores a las reales.

En las últimas décadas, la esperanza de vida al nacer en países occidentales ha experimentado notables avances, y se ha conseguido reducir la probabilidad de morir debido a factores como: (i) los avances médicos y tecnológicos; (ii) la reducción en las tasas de mortalidad infantil; (iii) cambios en los hábitos nutricionales y estilos de vida; (iv) mejora en los niveles de condiciones materiales de vida y en la educación; (v) así como el acceso de la población a los servicios sanitarios integrales y avanzados.

Como se puede constatar a continuación, España es el segundo país de la Unión Europea (después de Francia) que registra una mayor esperanza de vida a los 65 años en la actualidad.

### Esperanza de vida a los 65 años en la UE y brecha de género (2015)

	Hombres	Mujeres	Brecha de género (mujeres-hombres)
<b>UE-28</b>	<b>(b,e,p) 18,2</b>	<b>(b,e,p) 21,6</b>	<b>3,4</b>
Bélgica	18,4	21,9	3,5
Bulgaria	14,1	17,6	3,5
República Checa	16,1	19,8	3,7
Dinamarca	18,1	20,8	2,7
Alemania	(b) 18,2	(b) 21,4	3,2
Estonia	15,2	20,4	5,2
Irlanda	(p) 18,4	(p) 21,1	2,7
Grecia	18,8	21,6	2,8
<b>España</b>	<b>19,3</b>	<b>23,5</b>	<b>4,2</b>
Francia	(b) 19,7	(b) 24,0	4,3
Croacia	15,5	19,1	3,6
Italia	19,2	22,8	3,6
Chipre	18,9	21,4	2,5
Letonia	13,8	19,0	5,2
Lituania	14,3	19,5	5,2
Luxemburgo	18,4	22,7	4,3
Hungría	14,6	18,6	4,0
Malta	18,6	21,7	3,1
Países Bajos	18,6	21,4	2,8
Austria	18,5	21,8	3,3
Polonia	15,9	20,4	4,5
Portugal	(e) 18,1	(e) 21,9	3,8
Rumanía	(e) 14,7	(e) 18,1	3,4
Eslovenia	17,7	21,6	3,9
Eslovaquia	15,1	19,1	4,0
Finlandia	18,2	21,7	3,5
Suecia	18,9	21,6	2,7
Reino Unido	(e) 18,8	(e) 21,3	2,5

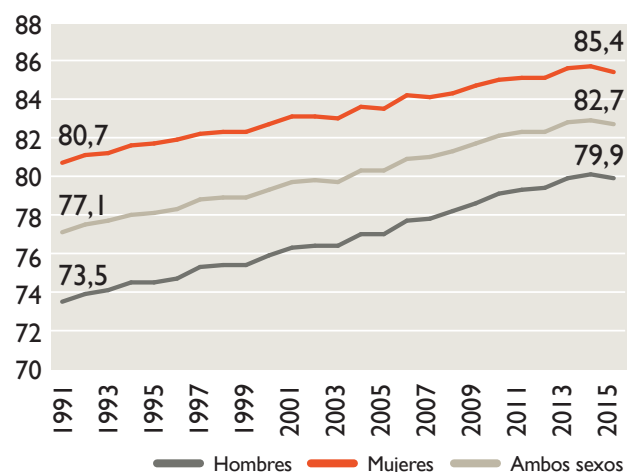
\*Nota: los datos de España están calculados por Eurostat y pueden diferir ligeramente de los difundidos por el INE

(b) Ruptura de serie (e) Dato estimado (p) Dato provisional

Fuente: Afi a partir de Indicadores de Desarrollo Sostenible. Eurostat

En este contexto, según las Tablas de mortalidad que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE), la esperanza de vida en España al nacer de los hombres ha pasado de 73,5 a 79,9 años entre 1994 y 2015, y la de las mujeres de 80,7 a 85,4 años. Además, si bien se puede constatar una diferencia notable en la incidencia de la mortalidad por sexos en España, la ratio de

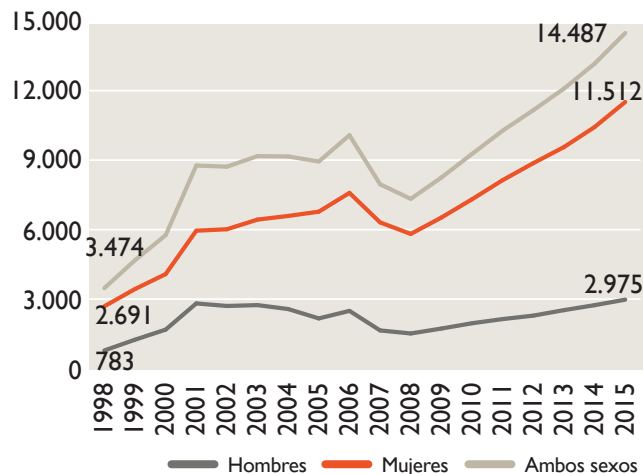
### Evolución de la esperanza de vida al nacer en España, 1991-2015



Fuente: Afi a partir de INE

Así, un aspecto fundamental de las últimas décadas ha sido la mejora de las expectativas de vida en las personas de edad madura y avanzada, ya que el horizonte de años de vida a los 65 años de los hombres y de las mujeres ha aumentado en 3 años. A ello se añade la tendencia ascendente que ilustra la evolución del número de centenarios españoles, que ha aumentado un

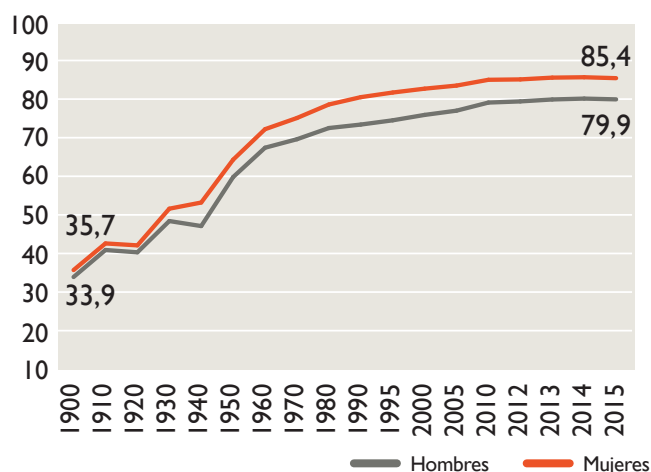
### Evolución de la población mayor de 100 años en España, 1998-2015



Fuente: Afi a partir de INE

masculinidad a la defunción (número de defunciones de hombres por cada 100 defunciones de mujeres residentes en España) ha descendido significativamente en este periodo. Mientras que en el año 1994 se producían 113,2 defunciones de hombres por cada 100 defunciones de mujeres, veinte años después esta cifra se reducía a 103,4 defunciones de hombres.

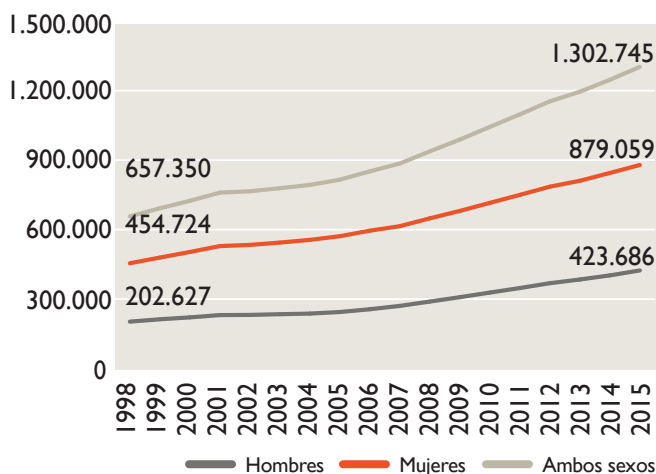
### Evolución de la esperanza de vida al nacer en España, 1900-2015



Fuente: Afi a partir de INE

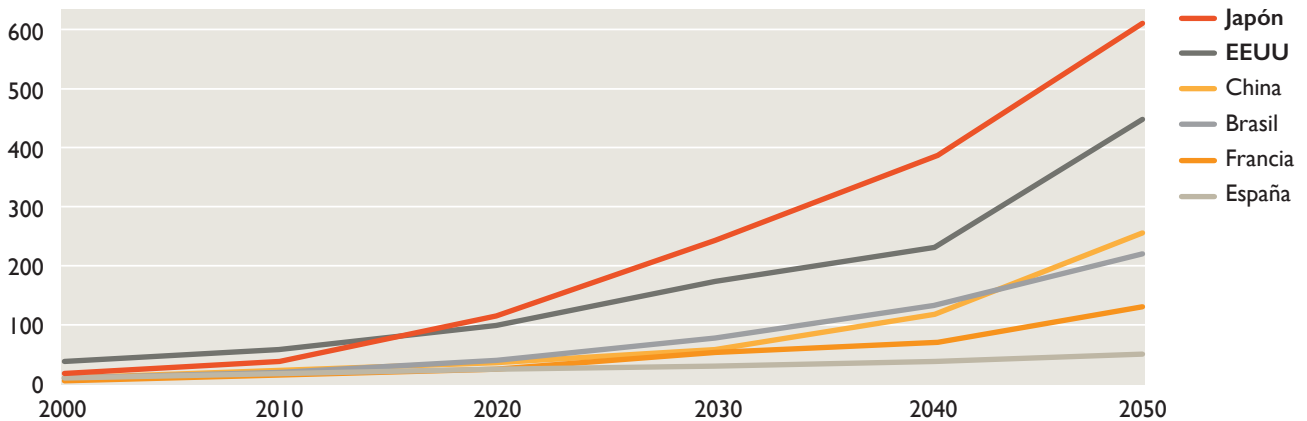
10% cada año, hasta aproximarse a las 15.000 personas a finales de 2015. Un ritmo que se acelerará, a la luz de la progresión que ha experimentado la población mayor de 85 años (de donde surge la población de centenarios), que ha crecido en medio millón de personas en la última década, hasta contabilizar 1,3 millones de personas.

### Evolución de la población mayor de 85 años en España, 1998-2015



Fuente: Afi a partir de INE

### Proyección de centenarios en el mundo a 2050 (miles)



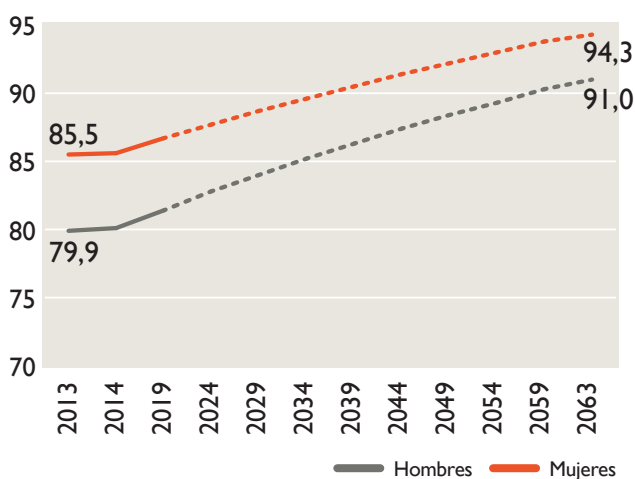
Fuente: *Financial Times*

Ello se traduce en que las proyecciones a nivel internacional de centenarios, contemplen una evolución creciente de este colectivo.

Un aumento significativo y persistente de la longevidad podría determinar desviaciones financieras negativas y difícilmente compensables en el Sistema. Los avances sobre las nuevas tecnologías en el sector sanitario y farmacéutico, la biotecnología, el aumento de la extensión

de la cobertura sanitaria, junto con la mejora en la calidad de vida, implican que la esperanza de vida en las últimas décadas esté aumentando, y se espera además que siga así la tendencia, tal y como se puede constatar en las proyecciones expuestas a continuación. Así, la esperanza de vida al nacer alcanzaría los 84 años en los hombres y los 88,7 en las mujeres en el año 2029, lo que supone un aumento respecto a los valores actuales de 3,9 y de 3,1 años respectivamente.

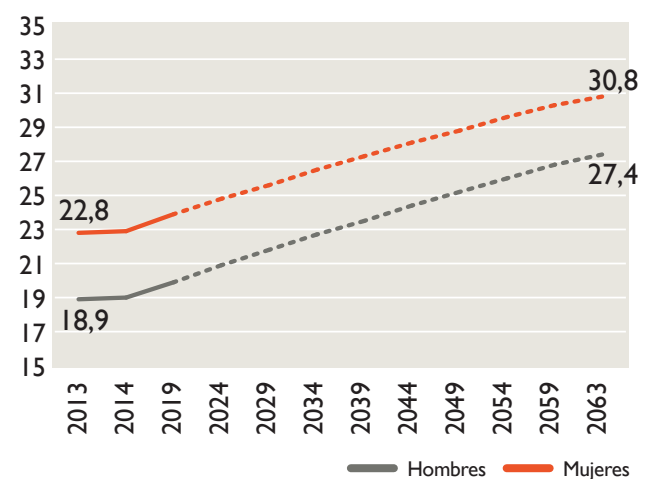
### Proyección de la esperanza de vida al nacimiento en España, 2013-2063



Fuente: Afi a partir de Proyección de la población. INE

Asimismo, las mujeres que en el año 2029 tengan 65 años vivirían en promedio 25,6 años más y en el caso de los hombres 21,8 años más, frente a los 22,9 años

### Proyección de la esperanza de vida a los 65 años en España, 2013-2063



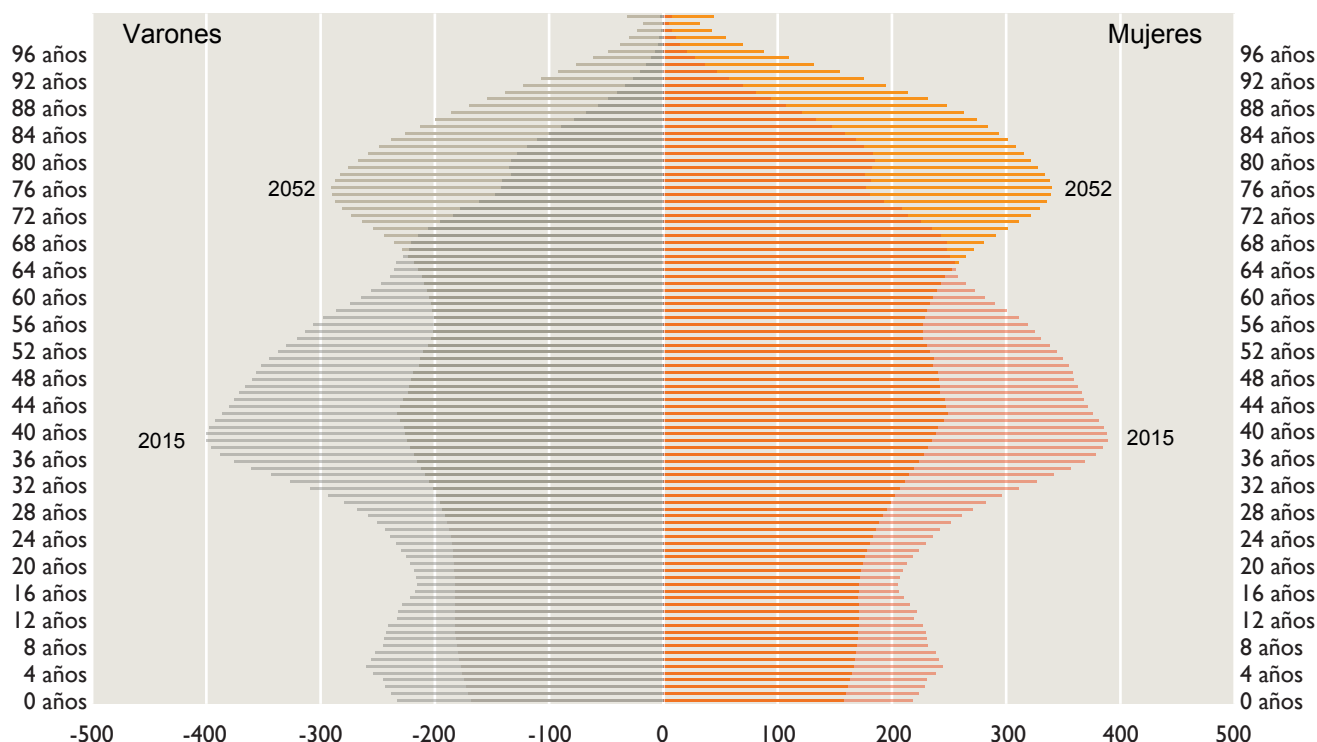
Fuente: Afi a partir de Proyección de la población. INE

de supervivencia actuales para las mujeres a los 65 años y a los 19,0 años de supervivencia actuales para los hombres a los 65 años de edad.

La tendencia al alza de la esperanza de vida en España supondrá un cambio en la pirámide de edades de la población española en el medio y largo plazo, de tal forma

que el número de mayores de 65 años en 2052 prácticamente se duplicará respecto de la cifra actual, pasando de 8 a 14,7 millones de personas mayores de 65 años.

### Pirámides de población española (miles), 2015-2052



Fuente: Afi a partir de INE

Esta evolución demográfica provocará que la tasa de envejecimiento (porcentaje que representan los mayores de 65 años sobre el total de la población) aumente de forma significativa, pasando del 17,3% al 35,4% en el año 2052.

La asunción del riesgo de longevidad recae sobre el Estado, los planes de pensiones de prestación definida y los proveedores de rentas vitalicias de las compañías de seguros, en función del esquema de pensiones en el que se participe. En este contexto, dado que la tendencia de la pirámide poblacional es a invertirse (deteriorándose la tasa de dependencia demográfica), las rentas proporcionadas por el sistema público serán cada vez menores<sup>9</sup>, con lo que la necesidad de complementar las

pensiones públicas con pensiones privadas, instrumentadas, por ejemplo, mediante rentas vitalicias, será cada vez mayor.

En efecto, la contratación de una renta vitalicia se trata de una medida eficaz para mitigar el riesgo biométrico (riesgo de elevada supervivencia) que el contratante de la misma trasladará al asegurador. En consecuencia, éste se enfrentará al riesgo de que una mayor esperanza de vida de sus asegurados eleve el lapso de tiempo durante el que afrontar el pago de rentas, incrementando, por tanto, el valor de los pasivos. De ahí que esta longevidad extendida y generalizada suponga uno de los principales riesgos inherentes a la constitución de rentas vitalicias que debe ser debidamente gestionado.

Y es precisamente esta relación la que diferencia una *annuity* de otros productos que garantizan desembolsos programados con lógica financiera más que actuarial. En efecto, si no existiera una cobertura del riesgo de longevidad, el beneficiario podría ver agotados los recursos

<sup>9</sup> Hay que tener en cuenta que las dos últimas reformas de las pensiones que entraron en vigor el 1 de enero de 2013 y 2014, respectivamente, han introducido relevantes cambios en los requisitos de elegibilidad y en el cálculo y actualización de las pensiones que, por lo general, conllevarán una cierta caída de la pensión esperada en relación al salario previo a la jubilación.



de que dispone para su jubilación con anterioridad a su fallecimiento (que podría prolongarse más allá de la esperanza de vida), y es precisamente este fenómeno el que queda protegido por las rentas vitalicias.

Así pues, el de longevidad, constituye el principal riesgo que afronta el asegurador al instrumentar las rentas vitalicias en beneficio de sus clientes, pudiéndose identificar tres categorías dentro del mismo<sup>10</sup>:

- Riesgo de longevidad específico (posterior a la jubilación). Se fundamenta en la incertidumbre sobre el tiempo que vivirá una persona en el momento de la jubilación, incluso aunque se conozca exactamente la esperanza de vida media en esa fecha de la cohorte a la que se pertenece. Este riesgo casi nunca es soportado por los jubilados, sino por los proveedores de planes de pensiones, los proveedores de rentas vitalicias o la Seguridad Social, que basan su cobertura en la compensación de riesgos a ambos lados de la esperanza de vida generacional.
- Riesgo de longevidad de la cohorte media (posterior a la jubilación). Se fundamenta en la incertidumbre que puede existir en un ejercicio respecto a la vida media de toda la cohorte de los individuos que tengan 65 años (o la edad de jubilación vigente) y en el seno de la cual se compensa el riesgo anterior. Al igual que ocurre en el caso de la longevidad específica, ésta, normalmente, es absorbida por los proveedores de planes, los proveedores de rentas vitalicias o la Seguridad Social, si bien ello requiere de la disponibilidad/planificación de recursos adicionales a la altura del “daño” que el riesgo provocaría. También podría conllevar el riesgo de menores rentas si alguno de los proveedores de las mismas careciese de recursos para afrontar estos compromisos e impusiera un ajuste de estos a las nuevas condiciones de longevidad. En cualquier caso, el coste extra de este riesgo se manifiesta bien por las provisiones adicionales bien por la reducción de las rentas para adecuarlas a vidas (inesperadamente) más largas.
- Riesgo medio de longevidad a largo plazo (anterior a la jubilación). Se fundamenta en la incertidumbre de alcanzar los 65 años (o edad de jubilación de referencia) de una persona que hoy tenga una edad anterior (por ejemplo 40 años). Este riesgo es soportado por los proveedores de planes de pensiones y por

la Seguridad Social si comprometen por anticipado las edades de jubilación que se aplicarán en un futuro lejano, lo que podría llevar a estos proveedores a modificar este parámetro fundamental de la relación.

En este contexto, una protección eficaz contra el riesgo de longevidad en sus diferentes variantes lo constituyen las rentas vitalicias, al proporcionar a su titular una serie de pagos periódicos de por vida y que, gracias al *pooling* o mutualización del riesgo de longevidad de múltiples individuos, consiguen una amplia base de heterogeneidad con la que compensar posibles desviaciones de su esperanza de vida gracias a la Ley de los Grandes Números. En este sentido, si bien la capacidad del sector asegurador para interpretar las tendencias demográficas ha mejorado notablemente, sigue estando altamente expuesto al problema natural de “selección adversa”, esto es, el peligro de suscribir únicamente los peores riesgos. Así, toda acción que tenga por efecto ampliar la base de los titulares de pólizas de seguro de rentas minora este riesgo biométrico, aunque no pueda eliminarlo completamente, y, por consiguiente, el coste para los asegurados.

### 3.4. Incidencia de un contexto de bajos tipos de interés

Si en el epígrafe precedente se aludía a la complejidad que incorpora la gestión de la longevidad, la combinación con un entorno duradero de tipos de interés ultra bajos hace esta gestión todavía más compleja. En este sentido, las entidades aseguradoras son expertas tanto en la gestión de la longevidad como en la optimización de las inversiones en mercados sofisticados, especialmente a través de activos a largo y muy largo plazo (más rentables), lo que les permiten ofrecer rentas vitalicias a sus asegurados con garantías reforzadas también en este escenario de rentabilidades reducidas. Se trata, por tanto, de un rasgo diferenciador ventajoso y de primera importancia frente a un inversor particular o una entidad financiera volcada en el corto y medio plazo.

En el contexto actual de bajos tipos de interés, las rentas vitalicias se configuran como una opción atractiva frente a la baja o nula rentabilidad obtenida con la canalización del ahorro vía otros instrumentos como los depósitos u otras colocaciones de vencimientos intermedios. Así, las rentas vitalicias proporcionan una renta garantizada hasta el fallecimiento del ahorrador, por las que el

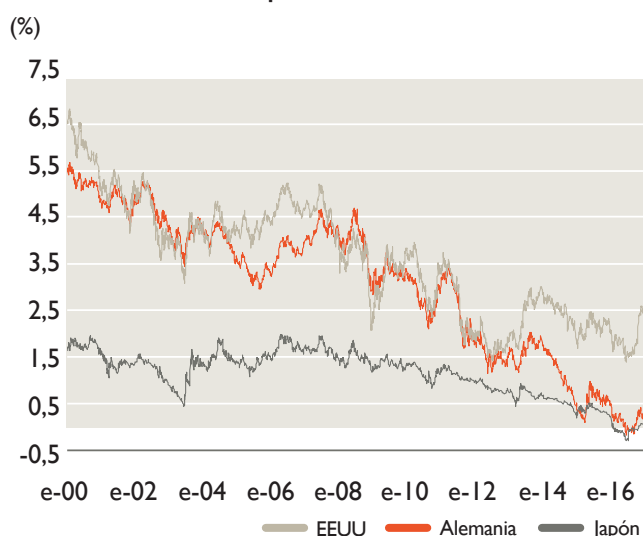
<sup>10</sup> Fuente: The Pension Commission First Report (2004). Box Página 106.

asegurado traslada el riesgo de longevidad (íntegramente) y de tipos de interés (en buena medida) a la aseguradora. Esta renta incorpora en alguna medida la rentabilidad del capital aportado en el momento de suscribir el contrato con la compañía aseguradora. Por ello, la discusión previa (Sección 2.2) sobre el valor del principal frente al de la rentabilidad, y la naturaleza de ahorro previsional de lo que seguimos llamando prima, cobra especial relevancia en este contexto de tipos bajos o ultra bajos.

En efecto, los datos referida a la estructura temporal y

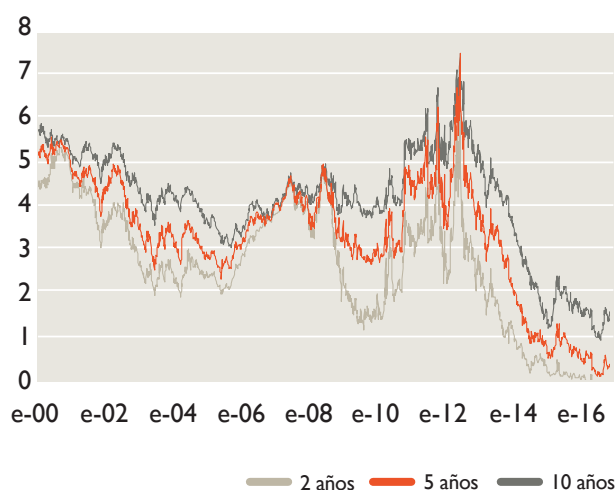
evolución de los tipos de los principales activos ponen de manifiesto el notable estrechamiento de rentabilidad que han experimentado los tipos de interés en los mercados de referencia: la deuda pública de Alemania ha sufrido una notable pérdida de rentabilidad, hasta el punto de ser negativa en plazos medios, como ha ocurrido en Japón incluso con el bono a 10 años, mientras que EEUU se ha distanciado de los “máximos”. En España, los tipos de interés continúan alejándose ampliamente de los máximos alcanzados 2012, situándose la rentabilidad de los plazos medios en cotas próximas al 0%.

### Evolución de los tipos de interés a 10 años



Fuente: Afi a partir de Bloomberg (datos actualizados a 10/01/2017)

### Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de España (%)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg (datos actualizados a 10/01/2017)

En este contexto de tipos bajos, en Europa se está produciendo un desplazamiento hacia mayor crédito y mayor duración, en previsión de que el entorno de tipos de interés bajos se prolongue en los próximos años. Ello está propiciando un cambio en la política de inversiones y en la estructura de las carteras de activos de las aseguradoras, aumentando el peso relativo de las acciones y de otros activos de más riesgo.

Ante esta situación, los productos de rentas vitalicias pueden tener un papel importante desde el punto de vista del inversor/ahorrador individual, ya que es un tipo de producto por el cual se le sigue garantizando una rentabilidad (que el asegurado por sí mismo difícilmente podría conseguir) gracias a su acceso a mercados financieros y la utilización de técnicas de optimización de inversiones avanzadas. Por último, el impacto que

puede suponer un contexto de bajos tipos de interés para las rentas finales de los ahorradores es disminuido (y asumido en parte) por la entidad aseguradora, quien se concentra en inversiones a largo plazo en lo que se refiere a los activos subyacentes a sus compromisos. Lo que no pueden hacer las entidades financieras ordinarias por la naturaleza de sus operaciones a corto y medio plazo.

No obstante, debido a la normativa fiscal que les atañe y, más concretamente, a las particularidades de la misma respecto al tratamiento fiscal de los rendimientos del capital, las rentas vitalicias en España sufren desproporcionadamente la fiscalidad cuanto más reducido sea el tipo de interés (ver apartado 5.1), pudiendo llegar a ver cómo su ventaja natural frente a los productos estrictamente financieros queda mermada si los

tipos de interés son muy reducidos durante mucho tiempo.

En cualquier caso, además, las rentas vitalicias permiten una configuración flexible, es decir, pueden adaptarse a las características del cliente en función de su perfil de inversión, pudiéndose contemplar unos rendimientos de cuantía fija (perfil conservador de inversión), o variables indexados a una magnitud (personas que tienen experiencia en inversiones en renta variable y que desean participar en los beneficios obtenidos por las inversiones). Asimismo, las entidades aseguradoras tienen la capacidad de adaptar el producto de rentas a las necesidades del propio cliente en cada momento, por ejemplo, permitiendo cambiar la cuantía del contraseguro de la renta, una vez que el asegurado haya alcanzado cierta edad. Un caso ilustrativo sería el de la posibilidad de disminuir el pago de supervivencia a sus beneficiarios –contraseguro- del 105% al 80%, una vez que el asegurado haya alcanzado la edad de 80 años, aumentado, por tanto, a partir de esa edad, la cuantía de las rentas a percibir por el mismo hasta su fallecimiento. Esta flexibilidad puede invocarse por parte del asegurado para contrarrestar escenarios de bajos tipos de interés, por lo tanto. Todo ello, sin dejar de estar asegurado.

Estas ventajas para el ahorrador aportan una diferencia competitiva para las rentas vitalicias con respecto de cualquier otro tipo de producto, tanto financiero como de seguros. En general, los productos de vida-ahorro que ofrece el sector asegurador, que no son rentas vitalicias, tienen una doble restricción:

- Existe una limitación en cuanto a la rentabilidad ofrecida, motivada por el contexto económico de bajos tipos de interés, donde las entidades aseguradoras se han visto obligadas a reducir el tipo de interés que hasta ahora han venido garantizando a sus clientes, o incluso han tenido que dar mayor importancia a la comercialización de productos *unit-linked*, donde el inversor asume en primera persona el riesgo de inversión, o lo que es lo mismo, el riesgo de mantenimiento de bajos tipos de interés.
- La duración establecida en la prestación a percibir queda acotada, ya que en la mayoría de los productos alternativos la prestación está limitada en forma de capital y no se garantizan unos pagos hasta el fallecimiento del beneficiario, lo que ocurre, por ejemplo, con los productos de ahorro como los PPA

o PIAS (cuya prestación es en forma de capital), ya mencionados.

Los productos de rentas vitalicias, por el contrario, sí cubrirían ambas carencias, ya que el inversor no sólo tiene garantizado una rentabilidad mínima implícita en la cuantía mensual que recibe, siendo esta superior a la de los productos financieros debido a la naturaleza de los activos a largo y muy largo plazo en los que invierte los recursos captados de los ahorradores, sino que, además, el jubilado goza de unos ingresos mensuales asegurados hasta su fallecimiento. Debe insistirse también sobre la flexibilidad en cuanto a la cuantía de los pagos por rentas, en función de la evolución de la cobertura del contraseguro en el tiempo, como se mencionaba anteriormente.

En comparación con los productos financieros, el inversor/ahorrador también cuenta con la opción de mantener sus ahorros en productos, como los depósitos a plazo. No obstante, al igual que ocurre con la amplia generalidad de productos de vida-ahorro, en estos productos la rentabilidad en la prestación ofrecida y su duración vuelven a estar todavía más limitados, ya que no son productos para ser gestionados como si fueran capitales, y su disposición en rentas mensuales terminaría por agotar el principal del producto en el momento más inoportuno, volviendo a resultar más atractivo de cara al inversor la opción de un producto de rentas vitalicias.



# Impacto socio- económico de la generalización de las rentas vitalicias en España

Como se ha argumentado en el capítulo anterior, las rentas vitalicias tienen el potencial de instrumentar financieramente la parte final del ciclo vital de los individuos reduciendo considerablemente la incertidumbre que caracteriza esta etapa de la vida y trasladando el riesgo de longevidad al proveedor del producto a un coste tanto más moderado cuanto más eficiente y amplio es el mercado. Si en el plano individual (del asegurado) y el del mercado del producto pueden constatarse estas ventajas, en el plano agregado (macroeconómico) pueden constatarse otras ventajas adicionales.

Para poder trasladar el análisis al plano macroeconómico es necesario plantear un escenario en el que las rentas ocupen un papel más destacado del que actualmente desempeñan en España. La experiencia internacional muestra cómo la extensión del mercado de rentas vitalicias, que se corresponde estrechamente con la extensión del mercado general de productos para la jubilación, depende del papel que dicho producto adopta respecto a las pensiones de las Seguridad Social. En general, cuanto menor sea la tasa de sustitución (de los salarios perdidos con motivo de la jubilación) de las pensiones públicas, mayor será el papel que deban desempeñar las rentas complementarias de jubilación y éstas rentas vienen garantizadas, precisamente, por las rentas vitalicias.

Un escenario natural de desarrollo sustantivo del mercado de rentas vitalicias en España lo brinda necesariamente, al menos de manera potencial, la serie de reformas de las pensiones públicas que se han adoptado recientemente en nuestro país. Es decir, en ausencia de recursos extraordinarios, el ajuste del gasto futuro en pensiones a los recursos esperables por cotizaciones, a través de los mecanismos establecidos por las reformas recientes, provocará una caída de la tasa de sustitución de las pensiones que requerirá de rentas complementarias de jubilación para los pensionistas.

En efecto, los cambios introducidos por las reformas del sistema público de pensiones en España en 2011 y 2013, especialmente, estos segundos, afectarán de forma significativa a la capacidad adquisitiva de los jubilados. La necesidad de completar estas rentas si se desea mantener el nivel de vida previo a la entrada en vigor de dichas reformas, obligará más pronto que tarde a instrumentar un mercado de rentas complementarias cuya expresión más eficiente y segura deberían ser las rentas vitalicias.

El desarrollo de este mercado, de hecho, vendrá a

colmar la “brecha de renta” que, en su ausencia, sufrirían los jubilados presentes y futuros, pues los mecanismos anteriormente aludidos están actuando ya en buena medida (Sección 4.3.1).

Este capítulo trata de establecer, precisamente, cuál es el impacto de las reformas sobre la tasa de sustitución de la pensión pública de jubilación, la entidad de las rentas complementarias de jubilación necesarias para que los pensionistas mantengan su poder adquisitivo previo a la reforma (es decir, su tasa de sustitución) y los efectos económicos del giro de dichas rentas en la economía.

Las proyecciones se realizarán para el conjunto del sistema de pensiones, con el objetivo de cuantificar el impacto en términos de sostenibilidad del mismo, pero también para el caso particular de las pensiones de jubilación, las más relevantes en el sistema y de las que es beneficiario el colectivo objeto de análisis de este estudio por su potencial vinculación con el mercado de rentas vitalicias.<sup>11</sup>

A partir de la hipótesis de partida de mantener el nivel de vida que le hubiera correspondido al beneficiario de una prestación por jubilación de no haberse aplicado las reformas de 2011 y 2013, se cuantifica la pérdida de renta que asumen, el impacto que ejerce esta última sobre el consumo de dichos hogares y, en general, sobre la economía en su conjunto.

## 4.1. Escenario de tasas de sustitución de las pensiones y su impacto sobre la economía.

### 4.1.1 Reformas recientes de las pensiones de Seguridad Social

Para entender qué puede sucederle a la tasa de sustitución de las pensiones, conviene recapitular los cambios recientes acontecidos en el sistema público. Las dos últimas reformas del sistema de pensiones español, que entraron en vigor el 1 de enero de 2013 y 2014, respectivamente, han introducido relevantes cambios en los

<sup>11</sup> Una tercera parte del total de pensiones públicas existentes no son de jubilación, pero no se les considera a los efectos del cálculo de las rentas complementarias ya que se trata de pensiones que o no vitalicias (favor a familiares, orfandad e incapacidad hasta la edad legal de jubilación) o son derivadas de las de jubilación (viudedad).

requisitos de elegibilidad y en el cálculo y actualización de las pensiones. Las más relevantes son las siguientes<sup>12</sup>:

1. Retraso en la edad legal de jubilación, pasando de 65 a 67 años. La reforma establece el paso a los 67 años de forma gradual en el periodo 2013-2027.
2. Aumento del número de años incluidos en el cálculo de la base reguladora que sirve para obtener la pensión de jubilación (periodo de cómputo), pasando de 15 a 25 años en el periodo 2013-2022. El periodo de cómputo es el inmediatamente anterior al momento de la jubilación.
3. Aumento progresivo del número de años cotizados necesarios para alcanzar el 100% de la base reguladora, al mismo ritmo y cuantía que aumenta la edad de jubilación, pasando de 35 años en 2013 a 37 en 2027.
4. Endurecimiento en los requisitos de acceso a las modalidades de jubilación anticipada y parcial.
5. Cambio en el cálculo de actualización anual de las pensiones públicas, ligándose al Índice de Revalorización de las Pensiones (en adelante, IRP) y no a la inflación o el incremento del nivel general de precios. Este índice será mayor y, por lo tanto, las pensiones por jubilación se incrementarán, cuando crezcan los ingresos o el saldo presupuestario de la Seguridad Social o se reduzca el número de pensiones o la pensión media del sistema, y viceversa. El IRP no podrá ser menor del 0,25% (límite mínimo) ni mayor de la inflación más 0,5% (límite máximo).
6. Mecanismos de ajuste de las pensiones recién causadas, mediante la introducción del Factor de Sostenibilidad (en adelante, FS) basado en la evolución de la esperanza de vida a partir de 2019. Se trata de un índice que arranca de 1 en este año y va creciendo a medida que lo hace la esperanza de vida. Este factor se revisará cada cinco años.

Para permitir a los actuales trabajadores y futuros pensionistas una adaptación a estos cambios se han introducido amplios periodos de transición gradual hasta las nuevas condiciones que entraron en vigor en 2013 y

12 Para más información, pueden consultarse la Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social, y 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.

2014, finalizando algunos de estos periodos en 2022 (periodo de cómputo), otros en 2027 (edad de jubilación) y las restantes siendo de carácter indefinido y/u ocasional si las circunstancias lo requiriesen (factor de sostenibilidad e índice de revalorización de las pensiones, respectivamente).

En definitiva, como se comenta más abajo, estas reformas van a tener la virtud de hacer sostenible el sistema público de pensiones, al menos hasta que las generaciones del *baby-boom* hayan entrado de lleno en la jubilación y proporcionarán un decisivo margen de maniobra para instrumentar soluciones adicionales

Las proyecciones y estimaciones de las que se desprende el escenario de tasas de sustitución con el que arranca este capítulo se presentan en el Anexo I del informe y se han llevado a cabo incorporando los efectos que pueden ejercer sobre las pensiones futuras los cambios en la edad de referencia de la jubilación, el periodo de cómputo de la base reguladora de la pensión, el Índice de Revalorización de las Pensiones y el Factor de Sostenibilidad, suponiendo que el marco normativo se mantiene invariable en todo el horizonte de proyección.

El resultado central de la proyección es el escenario de evolución de la tasa de sustitución de la pensión media, contra el cual se valora la brecha de rentas de jubilación que experimentarán los pensionistas de jubilación de cada generación y la economía en su conjunto en cada año desde 2016 en adelante<sup>13</sup>.

#### 4.1.2 Escenario de tasas de sustitución de la pensión pública de jubilación tras las reformas

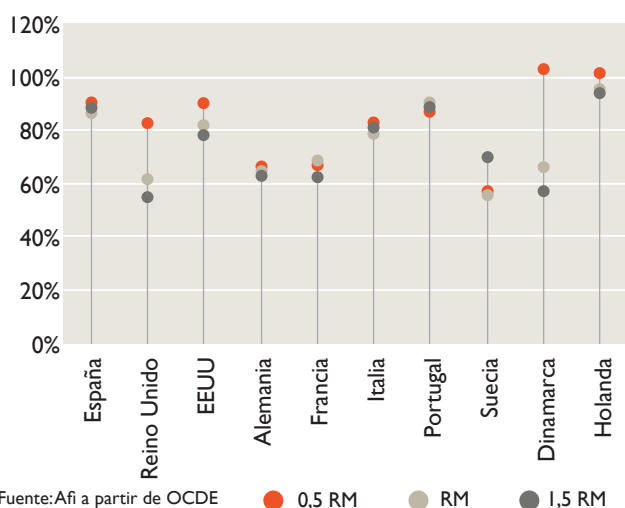
La tasa de sustitución es el valor de la primera pensión por jubilación que se recibe del sistema una vez jubilado el individuo, comparado con el salario que se recibía antes del momento de la jubilación.

Una comparativa con los países desarrollados de nuestro entorno más cercano permite evidenciar que el sistema público de pensiones de España es uno de los más “generosos”, ya que presenta una de las tasas de sustitución más altas de entre los países occidentales.

13 El horizonte de proyección es el año 2065, hasta el que llegan las más recientes proyecciones de población del INE (publicadas en diciembre 2016), si bien, para mantener los cálculos en un horizonte más cercano, se presentan los resultados hasta el año 2035.

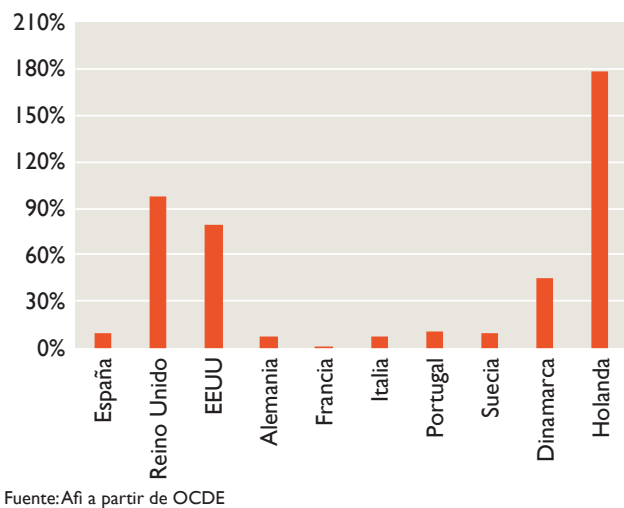
Para encontrar tasas de sustitución similares en otros países es necesario considerar las pensiones privadas (de empresa o personales). El siguiente gráfico muestra

### Tasa neta de sustitución de la pensión de jubilación (pública + privada) - 2014 (en % de la renta salarial previa para 0,5, 1 y 1,5 veces la renta media -RM-)



claramente las diferencias aludidas en las tasas de sustitución de las pensiones (públicas y privadas) en los principales países de nuestro entorno.

### Tasa de penetración de los sistemas privados de pensiones - 2015 (patrimonio en porcentaje del PIB)



Estas tasas de sustitución que calcula anualmente la OCDE (2015), sin embargo, se asientan sobre la base de un individuo representativo, al realizar un ejercicio teórico de aproximación a la tasa de sustitución efectiva. Las tasas de sustitución que se estimarán en este trabajo, en cambio, tratarán de replicar la situación de un individuo medio en España y desde el punto de vista efectivo.

### El escenario demográfico

Partimos de las proyecciones demográficas del INE hasta 2035, es decir, a 20 años vista desde el año base de la proyección (2015), siendo esta la esperanza de vida actual a los 65 años y durante la cual una persona jubilada recibirá la pensión por jubilación, cuyo valor real es el centro de interés de este análisis.

Las proyecciones demográficas son la base para la estimación de la evolución futura del número de pensiones. Para el propósito de este trabajo, es fundamental analizar cuál será la evolución de las nuevas altas de pensiones de jubilación y la supervivencia de los titulares de las mismas a lo largo del tiempo.

En lo que respecta a la evolución de las nuevas altas, es conveniente identificar cuál es y será el número de personas que se encuentran en edad de jubilación, esto es, cuentan entre 60 años (colectivo de interés en el caso de que se opte por la jubilación anticipada) y 64-66 años (previo a la edad legal de jubilación actual, 65 años, y futura, 67 años).

Las proyecciones demográficas del INE apuntan a un incremento medio anual del 1,7% entre 2015 y 2035, llevando el colectivo a rozar los 5 millones de personas en este último año, desde los 3,4 millones actuales.

En lo que respecta a la probabilidad de supervivencia de los titulares de las altas de pensiones, se han empleado las tablas de mortalidad del INE por edad y cada año de proyección, de tal forma, que el total de nuevas pensiones va reduciéndose a medida que el colectivo aumenta de edad, tal y como se desprende de la creciente probabilidad de mortalidad.

Con todo ello, las pensiones de jubilación que atenderá el sistema público pasarán en 20 años desde los 5,6 millones actuales a los más de 8,3 millones en 2035.



Flujos demográficos	2015	2035	Ratio 35/15
Población total (a 1 de enero) (miles)	46.450	45.648	0,98
Población 16-64/66 años (miles)	31.364	28.579	0,91
Población de 60-64/66 años (miles)	3.504	4.929	1,41
Población de 65/67 años y más (miles)	8.592	12.776	1,49
Pensiones jubilación (miles)	5.642	8.372	1,48

Fuente: Afi a partir de INE, MEYSS

## El escenario económico

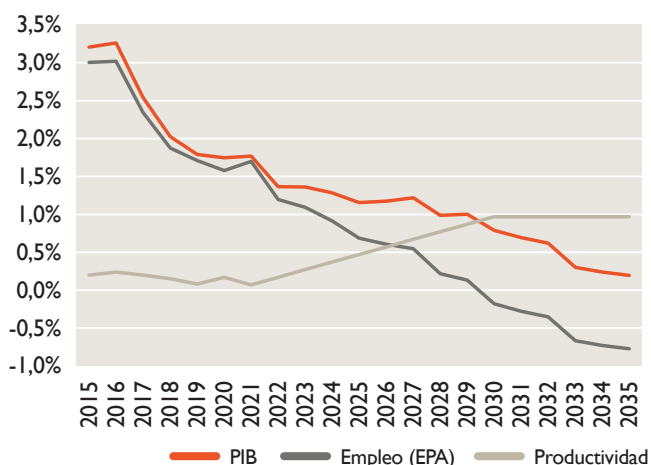
El importe nominal de las nuevas altas de pensiones de jubilación y los salarios se proyecta a futuro según el avance de la productividad del trabajo en la medida en que esta determina los salarios, que son la base de la pensión, por lo tanto, es necesario plantear cuál es el escenario económico para el crecimiento del empleo y del PIB real, lo que, a su vez, es necesario para proyectar la afiliación y la cuenta del sistema de pensiones en porcentaje del PIB.

Las previsiones Afi se asientan sobre la base de la consolidación de la actual recuperación económica hasta 2020, momento en el que estimamos que la economía

española crecerá a ritmos del 1,7% anual. El crecimiento del empleo acompañará prácticamente en la misma magnitud al de la actividad económica, entendiendo, por tanto, que el avance de la productividad laboral se mantiene constante en el 0,1-0,2% anual.

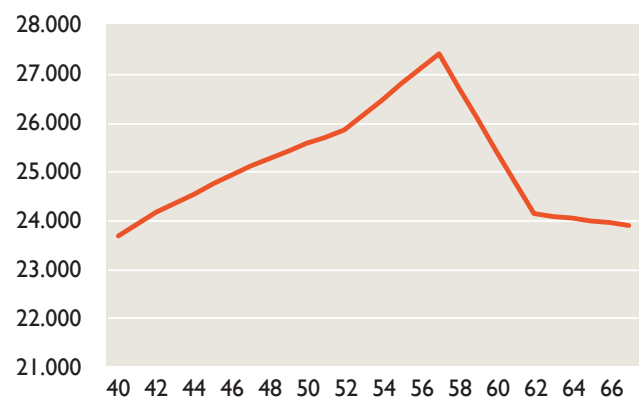
A partir de ese momento, las proyecciones demográficas descritas con anterioridad traerán consecuencias, tanto para el mercado de trabajo, en términos de una menor población activa y empleada, como para la economía, cuyo ritmo de crecimiento anual se resentirá. Ello, sin embargo, no implicará un retroceso en cuanto a la evolución esperada de la renta per cápita, que seguirá creciendo, asentada sobre un avance de la productividad laboral.

## Crecimiento anual del PIB, empleo EPA y productividad laboral (%). Previsiones Afi 2016-2035



Fuente: Afi a partir de INE

## Curva (transversal) de salarios brutos anuales por edad (euros), 2015



Fuente: Afi a partir de INE

En el caso de las pensiones, es necesario tener en cuenta adicionalmente otros tres factores.

En primer lugar, hay que considerar la ampliación del

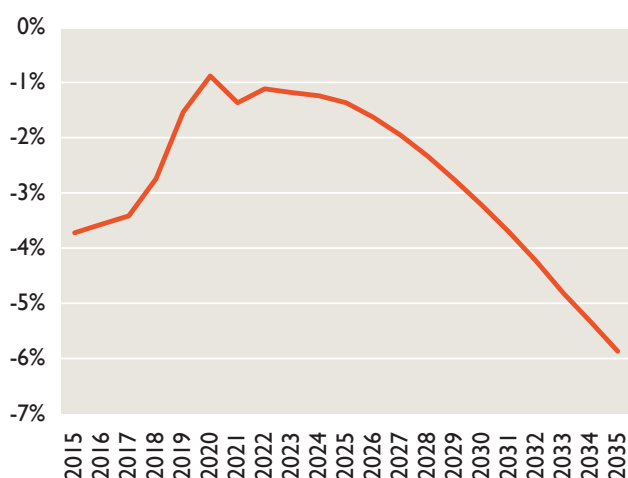
periodo de cómputo de la pensión que, como se indicó con anterioridad, se incrementa de forma lineal desde los 15 años hasta los 25 años a razón de un año por año. Esta medida lleva a la base reguladora de la pensión

un mayor número de años con salarios reducidos al avanzar el cómputo por el tramo descendente de la curva de salarios representativa (véase gráfico anterior).

El segundo de los factores se refiere a la actualización del importe a futuro, que se hará mediante la aplicación del IRP y no la inflación. Nuestras estimaciones

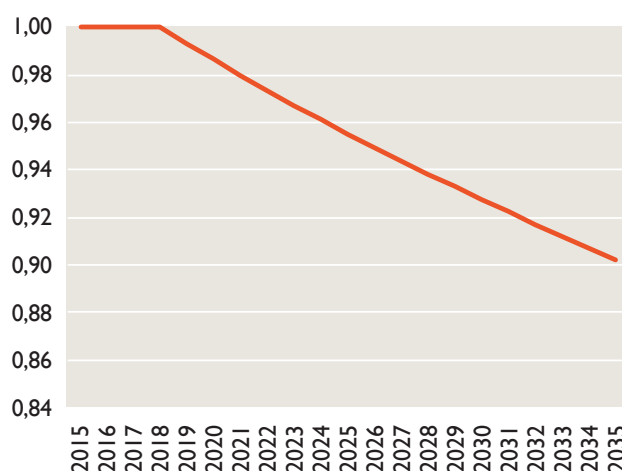
apuntan a que este índice será negativo durante todo el periodo de proyección (gráfico siguiente y Anexo I). A esta misma conclusión llegan otros estudios, como el de Devesa et al. (2016). Por tanto, la actualización de las pensiones quedará limitada al mínimo legal del 0,25% anual, que es el aplicado en el horizonte de proyección.

### Índice de Revalorización de las Pensiones (IRP). Previsión Afi 2015-2035



Fuente: Afi a partir de INE

### Factor de sostenibilidad (índice). Previsión Afi 2015-2035



Fuente: Afi a partir de INE

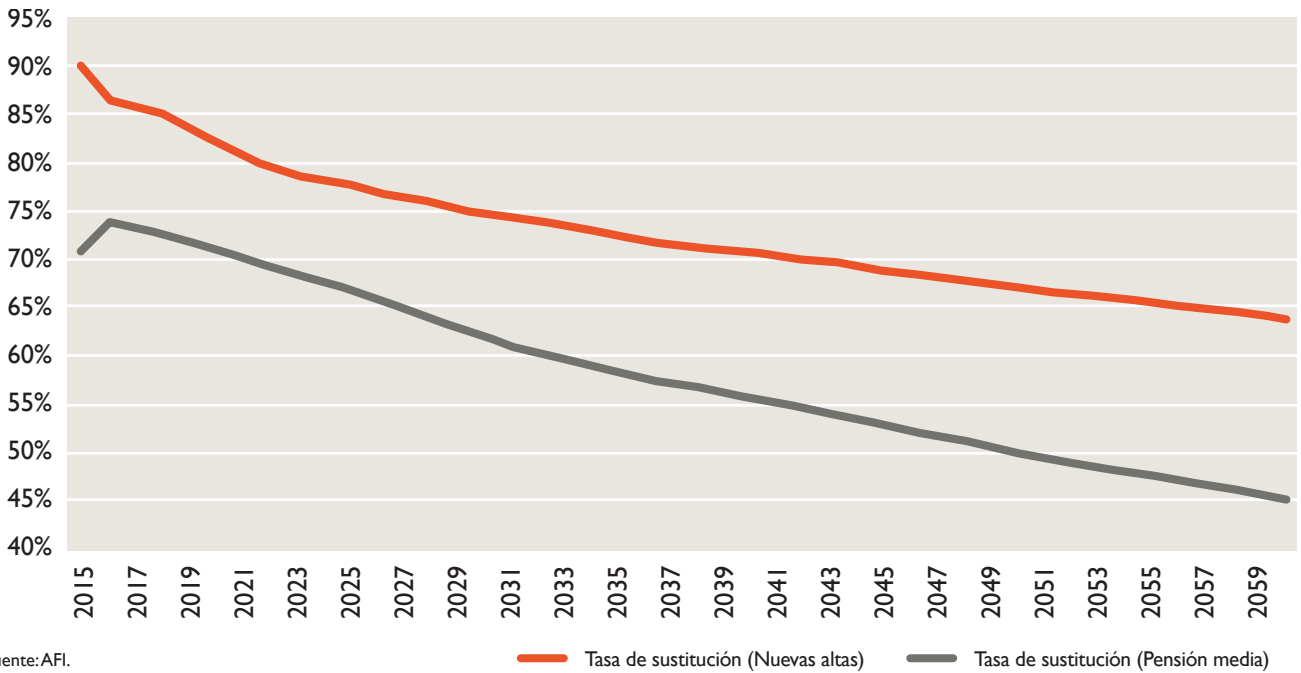
El tercer elemento se refiere al FS (gráfico anterior), que entrará en vigor en 2019 y que reduce la cuantía de la primera pensión por el efecto del alargamiento de la esperanza de vida. En el periodo de proyección, la cuantía de la pensión de jubilación, en el momento de su causación, va registrando una pérdida que ya acumula un 10% del valor que le hubiera correspondido si no se hubiese aplicado el FS en 2035.

La reducción de la capacidad adquisitiva de las pensiones recién causadas, por tanto, será significativa a medida que avance la esperanza de vida, como así proyecta el INE, y, una vez causadas, en la medida en que la inflación (proyectada al 2% en este ejercicio) vaya erosionando, año a año, la actualización del 0,25% que se desprende de la proyección del IRP, como se muestra a continuación.

### Proyección de la tasa de sustitución

Para poder anticipar cuál será la pérdida de poder adquisitivo a la que se someterán los futuros pensionistas por jubilación, se comparan dos cuantías. La primera de ellas es la estimación de la pensión que le hubiera correspondido al trabajador que se jubila a su edad de referencia si no se hubiesen aplicado el factor de sostenibilidad ni el índice de revalorización de las pensiones. La segunda de ellas es la pensión que efectivamente le corresponderá por la entrada en vigor de ambas medidas del sistema de pensiones. Esta dinámica se traslada a la llamada "tasa de sustitución" de las pensiones, en relación al salario perdido con motivo de la jubilación. En una primera aproximación, la simple relación entre la pensión media o de las nuevas altas de pensiones (todos los regímenes y contingencias) y el salario medio de la economía podría sufrir la evolución que se muestra en el gráfico siguiente (véase el Anexo I para una explicación de la metodología de cálculo).

### Tasas de sustitución de las pensiones – Previsión España 2015-2060

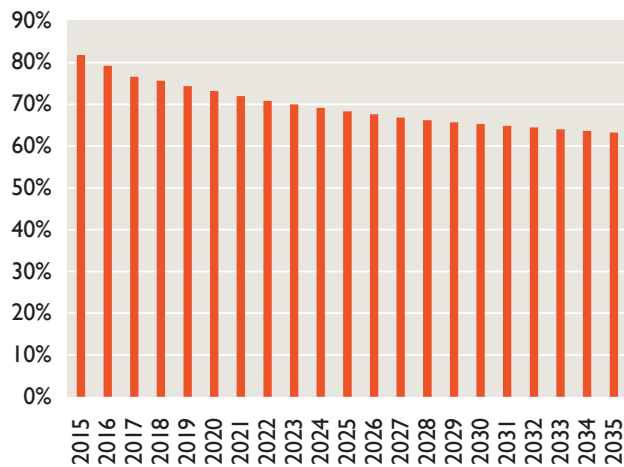


Fuente: AFI.

Puede comprobarse que se trata de caídas muy significativas sobre la capacidad general de las pensiones para reemplazar a los salarios tras la jubilación en nuestro país (Anexo I).

A los efectos del cálculo que sigue, no obstante, el escenario de tasas de sustitución relevante es el que afecta a las pensiones de las nuevas altas de jubilación, que se muestra en los gráficos siguientes.

### Tasa de sustitución bruta de las nuevas altas de pensiones por jubilación (en %, acumulando los efectos del FS y del aumento del Periodo de Cómputo) Previsión Afi 2015-2035

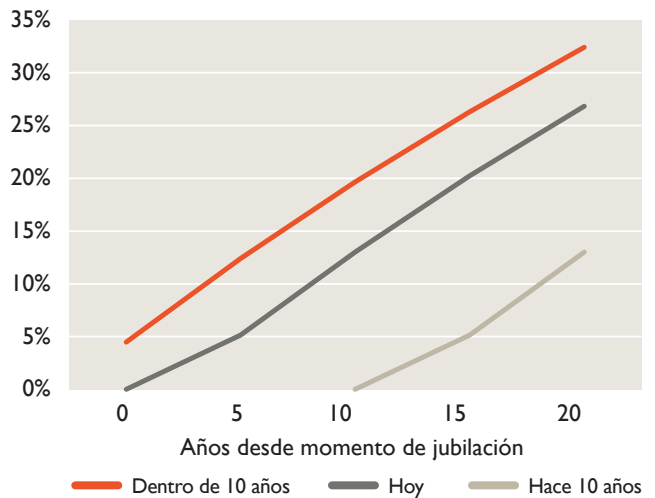


Fuente: Afi a partir de INE, MEYSS

### Pérdida de poder adquisitivo del jubilado medio según momento de jubilación

(% pensión por jubilación que le hubiera correspondido si no se aplicasen ni el FS ni el IRP)

### Previsión Afi 2015-2035



Fuente: Afi a partir de INE, MEYSS

En efecto, fruto de todas las hipótesis anteriores, la tasa de sustitución bruta de las nuevas altas de pensiones de jubilación pasaría desde el 81,8% en 2015 al 63,2% en 2035, es decir, en los 20 años de proyección dicha tasa se reduciría en unos 18 puntos porcentuales, resultado tanto de la aplicación del FS a partir de 2019 como de la aplicación (ya en curso) del aumento del periodo de cómputo de la pensión (gráfico siguiente, panel izquierdo). Esta es una primera constatación de la pérdida de poder adquisitivo que afectará a las futuras pensiones de jubilación. Si bien es verdad que, a cambio de esta reducción de las tasas de sustitución, el sistema público de pensiones será sostenible (véase Anexo I).

Además de la anterior, hay que considerar que el ritmo de actualización de las pensiones por jubilación no es, desde el año 2014, el que dicta la inflación, como ocurría hasta entonces, sino el que establece el IRP. El efecto de este factor sobre el poder adquisitivo de los jubilados es más intenso que el causado por el FS y el aumento del periodo de cómputo (gráfico anterior, panel derecho). Así, por ejemplo, la pérdida en el instante de causar la pensión para los que se jubilen dentro de 10 años sería equivalente al 5% de la pensión que le hubiera correspondido al individuo si no se aplicase el FS ni el aumento del periodo de cómputo. Sin embargo, esta pérdida comienza a crecer de forma lineal hasta acumular más de un 30% a lo largo de los 20 años de esperanza de vida posteriores a la jubilación, en los que su pensión se actualiza por debajo del avance del IPC (previsto en el 2% anual) con un IRP del 0,25% cada año.

Esta pérdida creciente evidencia, por sí misma, la necesidad de generar rentas que la compensen si lo que desea el individuo es mantener el nivel de vida que le hubiera correspondido si no se hubiesen introducido las reformas de 2011 y 2013. Una necesidad que es tanto mayor cuanto más tarde se produzca el acceso a la jubilación (especialmente, para aquellos que se jubilen más allá de 2019) y cuantos más años viva el jubilado (la actualización de su pensión estaría 1,75 puntos porcentuales por debajo de la evolución del nivel general de precios de la economía en cada año, dadas las hipótesis de la proyección).

### Brecha de renta de los pensionistas de jubilación en términos agregados

En términos agregados y considerando la distribución de pensiones contributivas de jubilación por edad que

presenta el sistema público, el gasto en esta partida pasaría de los 77.360 millones de euros en 2015 a los 168.540 millones de euros (corrientes) en 2035. En términos relativos al PIB nominal de cada año, dichas cifras representarían el 7,2% y 10,9%, respectivamente. Las reformas del sistema público de pensiones, en particular, el alargamiento del Periodo de Cómputo, el FS y el IRP, permitirían aliviar la carga de esta partida (pensiones de jubilación, solamente) en 2,6 puntos porcentuales de PIB, pero, a su vez, en esa misma medida disminuiría la renta de los pensionistas de jubilación.

En porcentaje del PIB	2015	2035	Ratio 35/15
Gasto sistema pensiones jubilación	7,2%	10,9%	1,52
Gap de renta pensionista	-	2,6%	-

Fuente: Afi a partir de INE, MEYSS

Esta pérdida agregada de rentas del colectivo de pensionistas de jubilación, respecto al año base (2015) es nula en dicho año y creciente en cada año posterior, siendo necesario generar rentas anuales compensatorias por valor equivalente a dicha brecha de renta, si lo que se desea es mantener el nivel adquisitivo de los jubilados en el año de partida de la proyección.

Igualmente, dado el horizonte contemplado, el impacto de estas reformas no será homogéneo para todos los jubilados, como se anticipaba con anterioridad, ya que la pérdida de poder adquisitivo será mayor para los trabajadores que se jubilen dentro de 10 años que para aquellos que lo hagan en la actualidad o ya se encuentren en esta situación de actividad, cuya esperanza de vida media es menor y habrán causado sus pensiones incluso antes de que se comenzaran a sentir los efectos de las reformas. Por tanto, la necesidad de completar esta renta con otras provenientes de fuentes alternativas será vital para los futuros jubilados especialmente, más que para los que ya lo están.

### 4.1.3 Impacto sobre el consumo y la economía

Partiendo de la cifra agregada de pérdida de poder adquisitivo del colectivo de jubilados estimada en el

epígrafe anterior, el principal impacto sobre la decisión de los jubilados es la contención del gasto que realiza este tipo de hogar.

Por ello, conviene identificar cuál es la magnitud del gasto que realiza un hogar donde el cabeza de familia está jubilado, la composición de dicho gasto y la parte que representa de la renta, pues de ello dependerá el impacto macroeconómico que se desprenda de dicha pérdida de renta.

### Consumo de los hogares jubilados

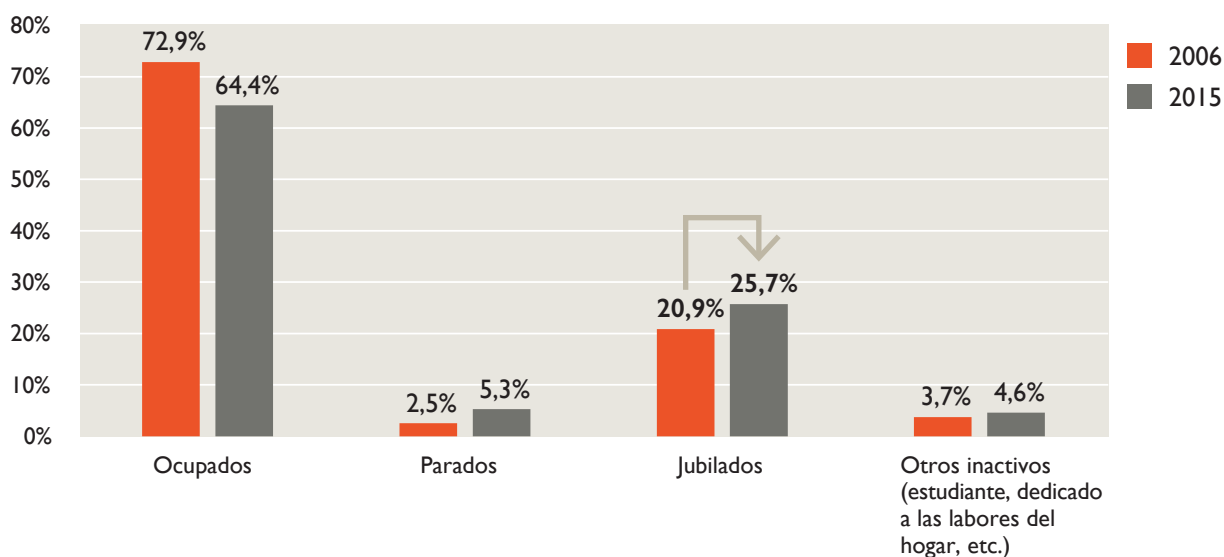
Atendiendo a la situación de actividad del cabeza de familia, la Encuesta de Presupuestos Familiares del INE identifica a los hogares jubilados como los segundos que mayor gasto hacen en España. En 2015 (último dato disponible), el gasto total realizado por hogares donde el cabeza de familia está jubilado representaba una cuarta parte del total. Este gasto, además, se ha incrementado en la última década, no sólo por el aumento del colectivo de jubilados que se analizaba con anterioridad, sino también por el mayor gasto medio que realizan. La mayor capacidad adquisitiva que refleja el importe medio de las altas de las pensiones de jubilación permite, entre otros aspectos, que este tipo

de hogares realice un mayor gasto medio.

Así, por ejemplo, en 2015 el gasto medio por persona en un hogar cuyo cabeza de familia está jubilado rozó los 12.300 euros anuales, mientras que en 2006 apenas alcanzaba los 10.500 euros al año. La tasa media anual del incremento de este gasto se sitúa en el 1,8%, siendo prácticamente el único colectivo que en este periodo de crisis ha aumentado el gasto medio por persona (la media de hogares lo ha reducido a un ritmo medio anual del 0,1%). Este importante incremento del gasto medio por persona ha permitido situarlo por encima de la media de hogares. Concretamente, es un 12% superior en el año 2015.

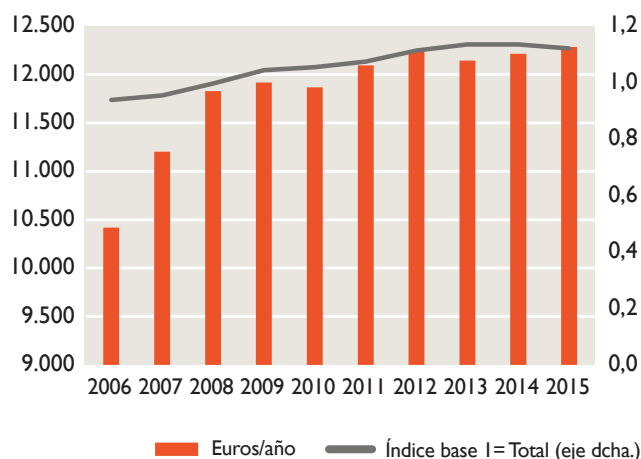
Por tanto, la favorable evolución del consumo de estos hogares en los últimos años, unido al importante peso que representan en la actualidad, que, por otro lado, está llamado a ser más relevante en el futuro si atendemos a las previsiones demográficas, justifican por sí mismos la necesidad de garantizar, al menos, el mantenimiento de la capacidad de gasto de los jubilados. De lo contrario, el consumo total de los hogares españoles se verá seriamente afectado y, con él, el PIB, ya que el consumo privado viene a representar alrededor del 60% de este segundo.

### Distribución del gasto total de los hogares según situación de actividad del cabeza de familia (% total)



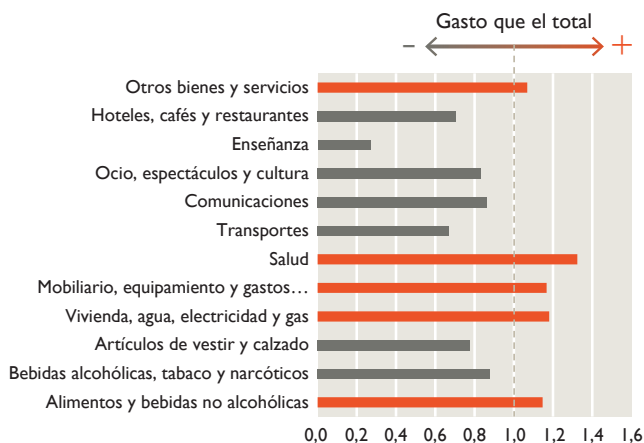
Fuente: Afi a partir de INE

### Gasto medio por persona en un hogar cuyo cabeza de familia está jubilado



Fuente: Afi a partir de INE

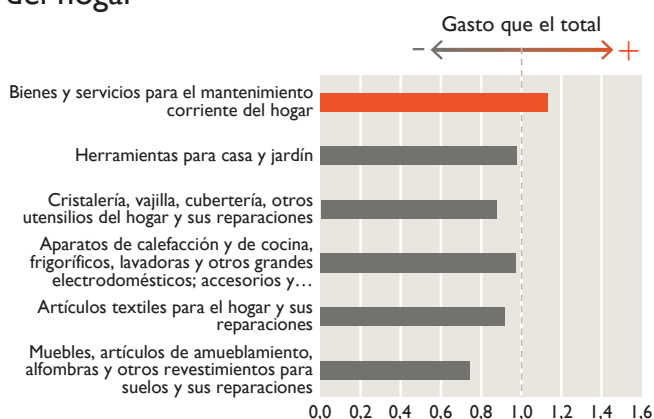
### Distribución del gasto medio por persona en un hogar cuyo cabeza de familia está jubilado (índice base I=Total hogares de cada categoría), 2015



Fuente: Afi a partir de INE

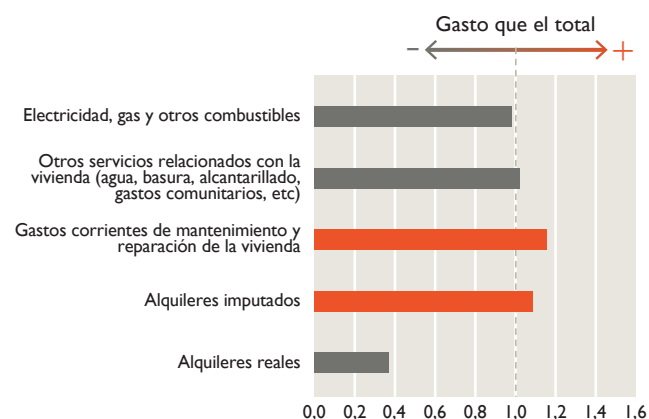
### Distribución del gasto medio por persona en un hogar cuyo cabeza de familia está jubilado (índice base I=Total hogares de cada categoría)

#### Mobiliario, equipamiento y gastos corrientes del hogar



Fuente: Afi a partir de INE

#### Vivienda, agua, electricidad y gas

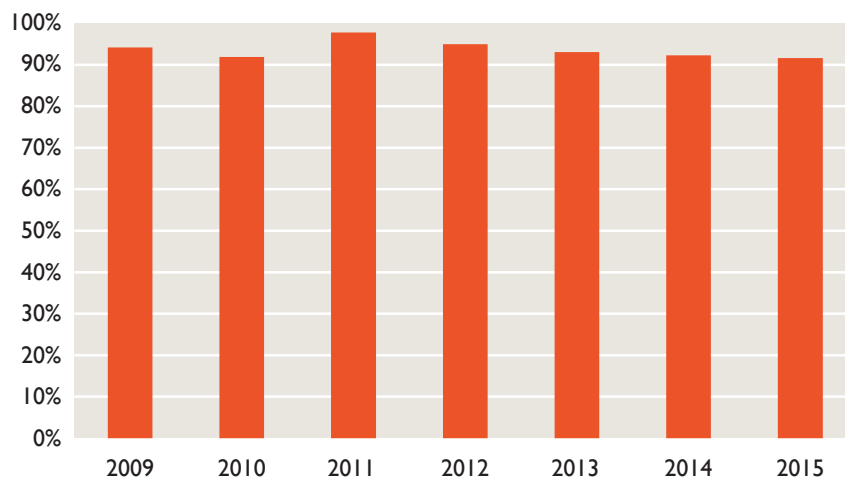


Fuente: Afi a partir de INE

Además de conocer el volumen de gasto realizado por estos hogares conviene identificar, como se decía con anterioridad, la distribución del mismo por partidas, ya que puede no ser similar al gasto realizado por un hogar medio. Esta apreciación es importante en la medida en que se identifiquen los sectores económicos que serían más o menos sensibles a un cambio en el volumen de gasto realizado por los hogares jubilados. En caso de ser significativamente diferente, sería conveniente tener en cuenta su distribución de gasto diferencial en la estimación del impacto socio-económico que se pretende cuantificar más adelante.

La Encuesta de Presupuestos Familiares del INE, correspondiente a 2015, manifiesta diferencias en la cesta de la compra de los jubilados respecto a la media de los hogares. Así, por ejemplo, los primeros gastan mayor proporción que los segundos en servicios y productos sanitarios (lo que guarda relación con su mayor probabilidad de estar enfermos y, por tanto, con el mayor consumo de estos servicios y medicamentos), productos alimentarios y gastos corrientes de la vivienda (como pueden ser los suministros). En este último caso, el gasto de mantenimiento de la vivienda es más relevante que el resto, al residir en casas cuya antigüedad suele

### Gasto medio por persona / Renta media por persona en un hogar cuyo cabeza de familia está jubilado (%)



Fuente: Afi a partir de INE

ser superior a la media y, por tanto, la necesidad de acometer reformas es mayor que en el resto de los hogares. Igualmente, aunque muchos de ellos residen en viviendas de su propiedad, la metodología del INE estima un gasto en términos de alquiler imputado<sup>14</sup> que viene a reflejar el coste que supone para el hogar el uso de la vivienda.

Por el contrario, realizan un menor gasto en otras partidas, como la enseñanza (de ellos mismos o descendientes), el transporte (en buena parte, se trata de un servicio que incluso está subvencionado para este colectivo) o en el sector de la hostelería (restaurantes y hoteles, la posibilidad de viajar en diferentes momentos que el resto de hogares les permite beneficiarse de descuentos y rebajas en precio que justifican este menor gasto).

Por último, hay que considerar también qué proporción de la renta de jubilado destinan al consumo, ya que el hogar puede optar también por el ahorro. Según la Encuesta de Condiciones de Vida del INE, la renta media de los hogares jubilados ascendió en 2015 (último dato disponible) a los 13.400 euros. Si se relativiza respecto al volumen de gasto comentado con anterioridad (concretamente, el consumo representa un 91,7% de la renta), se llega a la conclusión de que los hogares en los

que el cabeza de familia está jubilado consumen prácticamente la totalidad de su renta. Esto es, el volumen de gasto realizado por los hogares jubilados coincide en buena parte con la capacidad adquisitiva de los mismos. En definitiva, el gap de renta generado por las reformas del sistema público de pensiones cuantificado en el epígrafe anterior se trasladará casi íntegramente a una reducción de su consumo. Esta es, por tanto, una de las hipótesis sobre las que se fundamentará el análisis de impacto socio-económico que se expone a continuación.

### Impacto socio-económico

Como se comentaba anteriormente, para el año 2035, las reformas del sistema público de pensiones provocarán que las personas jubiladas perciban, en suma, una pensión pública 2,6 puntos porcentuales menor, en términos relativos al PIB, a la que les correspondería recibir si no hubiesen entrado en vigor las reformas aprobadas en 2011 y 2013.

Este resultado, que supondría una reducción de la renta y consumo de los jubilados, afectaría no sólo a su nivel de bienestar, por la reducción de su capacidad de compra, sino que repercutiría de forma negativa en el conjunto de la economía española. El efecto se manifestaría no sólo a través de la caída de actividad corriente de los propios establecimientos que dan servicio a estas personas (efectos directos), sino que trascendería también a la actividad que genera la cadena de suministro de bienes y servicios de aquéllos (efectos indirectos). Igualmente,

<sup>14</sup> La estimación del alquiler imputado del INE se refiere a las viviendas ocupadas en régimen de propiedad o cesión y se obtiene asignando a cada una de estas viviendas el precio medio de alquiler por metro cuadrado multiplicado por la superficie de la vivienda (método de estratificación). Como también recoge la valoración subjetiva que realiza el hogar, el valor final se obtiene como una combinación de ambas estimaciones: la resultante de aplicar el método de estratificación y la estimación subjetiva.

también afectaría a la actividad y empleo que se produciría derivado del consumo de los empleados de los sectores que se benefician, de forma directa o indirecta, de los gastos e inversiones (efectos inducidos).

Esta secuencia de efectos se manifiesta primeramente en el Valor Añadido (el PIB) generado por todas estas

actividades económicas, pero también sobre el empleo de las mismas. En conjunto, la acumulación de los efectos económicos y sociales de la posible reducción en la capacidad de consumo de los jubilados es lo que se conoce como el “impacto” o “peso” económico del mismo, cuya configuración se explica a continuación con mayor detalle.

### Esquema de análisis del impacto de la reducción en la demanda de las personas jubiladas



Fuente: Afi

La estimación del impacto socio-económico de la pérdida de poder adquisitivo de los jubilados se ha realizado mediante el análisis “Input-Output”, una metodología (para más información, ver Anexo I) con un uso muy extendido en el análisis de impacto de shocks sobre la actividad de un país, debido a la valiosa información que proporciona, dado el nivel de desagregación por ramas de actividad y la información que ofrece sobre las relaciones mutuas de suministro entre todas ellas.

De esta forma, se obtiene que el impacto de la reducción de pensiones públicas de los jubilados, de no compensarse con un ahorro privado, supondrían un efecto en el conjunto de la economía para el año 2035 de 46.000 millones de euros en términos de Valor Añadido Bruto (VAB) y, en fuerza de trabajo, en el entorno de las 754.700 personas. Es decir, de no remediarse la ausencia de renta de los jubilados, la actividad económica se vería mermada en un 3% del PIB en 2035, mientras que el empleo previsto para dicho año se reduciría en un 3,7%.

De forma desagregada, el efecto directo supone la mitad del impacto total, tanto en términos de VAB como de empleo, mientras que los efectos indirectos, generados

en la cadena de suministro, suponen una cuarta parte de la actividad económica y algo menos de la fuerza de trabajo. Sumando ambos impactos, el conglomerado de actividades asociadas directa o indirectamente al consumo de los hogares se vería reducido en un 2,2% del PIB y un 2,6% del empleo en el año 2035.

Además, el uso de las rentas salariales directas e indirectas (netas de ahorro e impuestos) tiene un impacto inducido adicional en el VAB de la economía española por valor de 12.700 millones de euros (0,8% del PIB) y 217.200 empleos (1,1% de las personas ocupadas) en dicho año.

En el conjunto del periodo hasta el año 2035, el impacto medio anual ascendería a 20.100 millones de euros en VAB, un 1,5% del PIB en media cada año que no se percibiría de no cubrirse el gap de renta generado por las reformas del sistema público de pensiones.

En términos de empleo, el impacto medio anual es equivalente al 1,6% del total de trabajadores, es decir, 330.200 puestos de trabajo que, en media, no se cubrirían por la reducción de la actividad económica derivada de la ausencia de renta de los jubilados.

### Impacto de la reducción en las rentas de la población jubilada en 2035 (euros de 2015)

Impacto	VAB (millones de €)	% del total del PIB de España	Empleo (personas)	% del total del empleo de España
Directo	21.537	1,4%	365.672	1,8%
Indirecto	11.834	0,8%	171.819	0,8%
Inducido	12.663	0,8%	217.195	1,1%
<b>Total</b>	<b>46.034</b>	<b>3,0%</b>	<b>754.687</b>	<b>3,7%</b>

Fuente: Afi a partir de INE

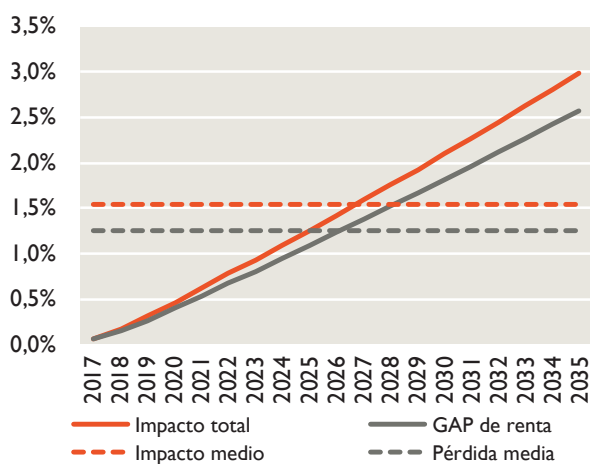


### Impacto medio anual de la reducción en las rentas de la población jubilada desde 2016 hasta 2035 (euros de 2015)

Impacto	VAB (millones de €)	% del total del PIB de España	Empleo (personas)	% del total del empleo de España
Directo	9.424	0,7%	160.015	0,8%
Indirecto	5.178	0,4%	75.187	0,4%
Inducido	5.541	0,4%	95.043	0,5%
<b>Total</b>	<b>20.144</b>	<b>1,5%</b>	<b>330.245</b>	<b>1,6%</b>

Fuente: Afi a partir de INE

### Pérdida total sobre el VAB y GAP de renta (% sobre PIB). Previsión Afi 2017-2035



Fuente: Afi a partir de INE y MEYSS

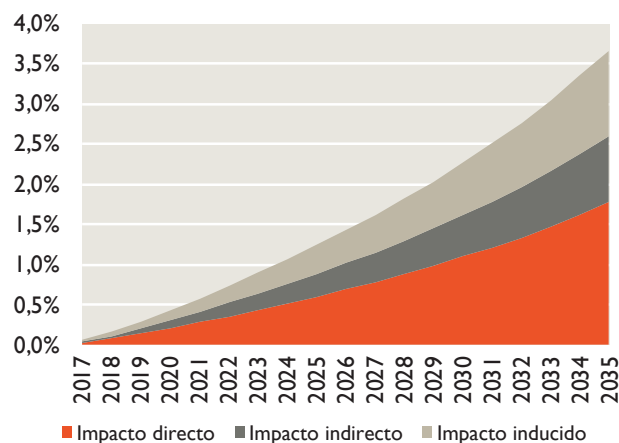
Se trata, por tanto, de un impacto socio-económico creciente en el periodo de proyección, como ponen de manifiesto los siguientes gráficos.

Comparando el impacto calculado con el *gap* de rentas de jubilación de este colectivo, se observa como a lo largo de todo el periodo analizado, el efecto total en la actividad supera las pérdidas de renta que se derivan directamente de las reformas aplicadas sobre el sistema de pensiones recientes.

En términos de empleo, se observa igualmente el creciente impacto que se deriva de la aplicación de estas medidas, especialmente en términos de efectos directos, es decir, centrado en las actividades directamente en contacto con el consumidor final.

El efecto comentado, tal y como se describe en el Anexo, se genera en base al consumo de un hogar medio en la economía nacional, es decir, suponiendo que un hogar de

### Pérdida total sobre el empleo. Previsión Afi 2017-2035



Fuente: Afi a partir de INE y MEYSS

pensionistas muestra un patrón de consumo similar a un hogar medio. No obstante, incluso adaptando el shock de la demanda de bienes y servicios al consumo específico de los jubilados, no existe mucha diferencia en el impacto obtenido, manteniéndose en el entorno del 3% del VAB y de algo menos del 4% en empleo para 2035.

## 4.2. Flujos de ahorro previsional y renta compensatoria, y su impacto sobre el consumo y la capitalización de la economía

Después de cuantificar el *gap* de renta que sufrirían los jubilados con motivo de la actuación de las reformas del sistema público de pensiones y los impactos que ejercería sobre el consumo, el PIB y el empleo del conjunto de la economía española, se pretende, en esta sección,

estimar los flujos de ahorro previsional y de renta futura derivada de los mismos que permitirían compensar dicho *gap* de renta.

En particular, se trata de estimar la prima a pagar o el ahorro acumulado necesario que tendrían que aportar individuos representativos que desearan contratar rentas vitalicias complementarias de su pensión. Este producto permitiría al jubilado recibir unos ingresos adicionales que, siendo complementarios a la pensión pública por jubilación, cubrirían la pérdida de poder adquisitivo que sufrirá con motivo de las reformas del sistema analizadas con anterioridad.

Para estimar dicha prima o ahorro, ha sido necesario adoptar una serie de hipótesis, así como características que reúnen los individuos tipo seleccionados. A continuación, se resumen todas ellas.

- Los productos de rentas vitalicias son contratados, por cada uno de los individuos representativos tomados como ejemplo y calculados con fecha de efecto en su valoración de 01 de enero de 2017.
- Los individuos representativos, tomados como ejemplo en la contratación de un producto de rentas vitalicias, son los siguientes casos:
  - Un individuo (hombre y mujer) con 67 años en la fecha de valoración, que se jubiló hace dos años y que desea contratar un producto de rentas vitalicias, dos años después de su jubilación. En este sentido, no se aplica ningún diferimiento. Se estima que la edad máxima aplicada en su renta vitalicia será de 106 años, lo que supone que las cuotas se paguen hasta el año 2055 (un periodo de 39 años más desde el momento en el que contrata el producto de rentas vitalicias). En el caso de la mujer, al contar con una esperanza de vida mayor que la del hombre, será más probable que dilate el periodo durante el cual recibirá dicha renta vitalicia.
  - Un individuo (hombre y mujer) con 77 años en la fecha de valoración, que se jubiló hace doce años y que desea contratar un producto de rentas vitalicias, doce años después de su jubilación. En este sentido, no se aplica ningún diferimiento. Se estima que la edad máxima aplicada en su renta vitalicia será de 116 años, lo que supone que las cuotas se paguen

hasta el año 2055 (un periodo de 39 años más desde que contrata el producto).

- Un individuo (hombre y mujer) con 57 años en la fecha de valoración, que se jubilará dentro de ocho años y que desea contratar un producto de rentas vitalicias, en estos momentos. En este sentido, se aplica un periodo de diferimiento de ocho años. Se estima que la edad máxima aplicada en su renta vitalicia será de 96 años, lo que supone que las cuotas se paguen hasta el año 2055 (desde que se contrata el producto, se cuenta con un periodo de 8 años de diferimiento, y posteriormente un periodo de 31 años más cobrando las rentas vitalicias).
- Los importes mensuales que se esperan recibir de la renta vitalicia, siendo equivalentes al *gap* de renta que sufre el jubilado con motivo de la entrada en vigor de las reformas del sistema público de pensiones. De esta manera, la renta vitalicia cumple con el objetivo de complementar la pensión pública de jubilación, asegurando mantener el mismo poder adquisitivo que le hubiese correspondido si no hubiesen entrado en vigor dichas reformas.
- La estimación de la prima o ahorro previo a la contratación de la renta vitalicia se realiza en función de una metodología actuarial, sin considerar la opción de contraseguro.
- Se han considerado que las rentas vitalicias son pos-pagables, es decir, son pagaderas al final de cada mes, siempre que el individuo sobreviva al mes correspondiente.
- Se aplica un tipo de interés técnico del 1,5% anual en la tarificación del producto de rentas vitalicias.
- En este ejemplo no se han aplicado gastos de gestión, ni comisiones, ni recargos.
- Se utilizan las tablas de mortalidad PERM/F-2000 de nueva producción, con un porcentaje de un 100% sobre la mortalidad de la tabla.

Con las hipótesis listadas, los resultados obtenidos, así como las principales conclusiones que se derivan del ejercicio se comentan resumiendo la tabla que sigue.

### Renta complementaria necesaria para compensar la pérdida de poder adquisitivo de la pensión por casos-tipo (género y edad)

Género y edad (hoy) del beneficiario	Prima única del seguro de RR VV (€)	Renta complementaria (€/mes)
Hombre: 67 años	55.426,77	345,31
Mujer: 67 años	71.318,45	345,31
Hombre: 57 años	59.151,83	379,54
Mujer: 57 años	74.821,98	379,54
Hombre: 77 años	18.549,77	246,25
Mujer: 77 años	23.518,87	246,25

Fuente: Afi a partir de INE y MEYSS

Tal y como cabría esperar, según se desprende del *gap* de renta estimado con anterioridad, los individuos que se jubilen más tarde necesitarán una cuantía promedio mensual mayor debido, entre otros factores (ver más abajo), a la progresiva maduración de los mecanismos que afectan al poder adquisitivo de la pensión. Esto es, la prestación por jubilación cada vez necesitará un mayor complemento mensual si el individuo desea mantener intacto su poder adquisitivo. Por lo tanto, no sorprende que la prima de una renta vitalicia sea mayor en el caso de los individuos que hoy tienen 57 años.

Lo más destacable es que, la persona que tiene 57 años en el momento de la contratación del producto de rentas vitalicias, y que se le aplica un periodo de diferimiento en las cuotas mensuales que va a recibir (ocho años, después de la contratación del producto, si se jubilara a los 65), tiene que pagar una prima más elevada que la persona que tiene 67 años hoy en el momento de la contratación del producto.

Como se ha comentado, el *gap* promedio en cuantía mensual que necesita recibir el individuo de 57 años es mayor, a pesar de que el periodo de años que está recibiendo las rentas vitalicias es inferior. Además, las probabilidades de supervivencia que multiplican esas cuotas mensuales, en el individuo de 57 años, son bastante más grandes que las probabilidades de supervivencia de aplicación al individuo de 67 años. La esperanza de vida, cada vez es mayor, en las generaciones sucesivas. Esto provoca que el valor actual actuarial de todas sus rentas, sea mayor.

En cuanto al individuo que en el momento de la contratación de las rentas vitalicias cuenta con 77 años, los factores que hacen que la prima a pagar sea la más reducida son:

- El *gap* promedio de las rentas mensuales que necesita recibir, para que sumada a su prestación por jubilación pueda mantener el poder adquisitivo, es la menor cuantía promedio de los tres casos, debido a la menor incidencia que habrán tenido las reformas recientes en su pensión en una vida restante más corta (véase el punto siguiente).
- Las probabilidades de supervivencia que multiplican tales cuantías mensuales, son significativamente más pequeñas que en los otros casos. Lo cual justifica que el sumatorio de la prima a pagar por la contratación de unas rentas vitalicias sea la más pequeña de todas. Este hecho se debe a que, visto desde el mismo punto temporal, la esperanza de vida de una persona con 77 años siempre va a ser menor, en comparación con la esperanza de vida de individuos de 67 o 57 años.

### 4.3. Las rentas vitalicias como soporte de un marco previsional de baja incertidumbre

La esperanza de vida crece sin cesar, pero seguimos teniendo la misma incertidumbre sobre la fecha de fallecimiento de los individuos. Por lo tanto, sería equivocado concluir que la longevidad es un riesgo no asegurable. La longevidad ya no es un riesgo, o al menos no es un riesgo como lo era cuando una menor esperanza de vida venía acompañada de una mayor variabilidad de la edad de fallecimiento. Cada persona se muere a una edad diferente, que oscila, quizá más estrechamente, alrededor de la esperanza de vida de la población.

Ello quiere decir que seguimos necesitando asegurarnos de una u otra manera contra el “riesgo de longevidad”.

Pero a diferencia de lo que sucede con un seguro de incendio, por ejemplo, ese aseguramiento no puede realizarse pagando una prima que sea una fracción de lo que costaría la materialización del riesgo, es decir, la mera prolongación cada vez mayor de la vida. La prima en este caso es más un esfuerzo de ahorro que esa fracción de lo que costaría vivir muchos años después de la jubilación, lo que hoy es más que una certidumbre.

El marco financiero, por lo tanto, es el del ahorro, pero el ahorro previsional. El carácter de aseguramiento lo da el hecho de que “no queremos sobrevivir a nuestros ahorros”, o, más pro-activamente, “debemos ahorrar lo suficiente durante la fase activa y asegurar las rentas durante la jubilación”.

Cualquier modalidad de aseguramiento que se adopte no reducirá el riesgo de vivir desproporcionadamente, pero reducirá la incertidumbre acerca de nuestra suficiencia económica (la inseguridad económica) durante esta etapa de la vida. Un producto adecuado, como una renta vitalicia, puede asegurar no solo el principal, también una cierta rentabilidad, o al menos el que dicha rentabilidad pueda compartirse con el asegurador, que es quien asume el riesgo de longevidad. Ya que, aunque el riesgo de longevidad no disminuye por la mera compra de un producto vitalicio, este traslada el riesgo de cada individuo a la mutualidad generada por el asegurador, quien lo gestiona más ventajosamente que cada individuo para sí asumiendo la cobertura adecuada a partir del valor que dicha mutualización genera. Y las rentas vitalicias constituyen el producto asegurador indicado para ello.

Esta mejor gestión del riesgo y la reducción neta de la incertidumbre general e individual entre el colectivo asegurado (muchos millones de personas, en la eventualidad), produce bienestar, confianza y actitudes que, naturalmente, tienen un reflejo en la economía y la sociedad. En definitiva, creación de valor colectivo que es la suma de multitud de valores de cada uno de los miembros del compacto mutualizado.

La Seguridad Social ha realizado esta mutualización del riesgo de longevidad, y la correspondiente generación de valor social, durante muchas décadas en todo el mundo desarrollado. Pero su método financiero (el reparto) y otras características de su operación y naturaleza hacen que, cada vez menos, pueda seguir haciéndolo en las condiciones del pasado. Muchas de sus promesas parecen difíciles de cumplir plenamente en

el futuro ya inmediato y, por ello, muchos países han optado por consolidar financieramente las perspectivas de los sistemas públicos a costa de una cierta merma en su suficiencia, lo que ha creado brechas de renta en muchos países. La manera de colmar estas brechas y restablecer la parte de certidumbre y seguridad económica individual y colectiva que corremos el riesgo de perder no es restablecer las promesas de pensiones públicas elevadas haciendo al sistema insostenible y, por ende, incapaz de cumplir sus promesas. No se crearía así mayor certidumbre, sino todo lo contrario. La manera de avanzar en esa recuperación de la certidumbre. A cargo de la regulación pública, es facilitar el que los individuos y las organizaciones de mercado encuentren equilibrios descentralizados, pero mutualizados, para reducir solventemente dicha incertidumbre y gestionar de la manera más eficiente el riesgo de longevidad.

# Tratamiento fiscal de los productos de rentas vitalicias

En este capítulo, la fiscalidad de las rentas vitalicias se aborda desde varias perspectivas. Su descripción dará paso a la comparación con la de los productos financieros, previsionales o no y a la comparación internacional. Se comentan, además, los aspectos generales de la fiscalidad de productos previsionales tanto en la fase de acumulación de cualquier activo que, posteriormente, será “desacumulado” y convertido en un flujo de rentas complementarias de jubilación. Entre estos activos acumulables y convertibles se analizan tanto los activos mobiliarios como los inmobiliarios, especialmente las viviendas y su capacidad para proporcionar en España, rentas vitalicias netamente superiores a las estrictamente necesarias para complementar las pensiones del sistema público en su caso.

## 5.1. El tratamiento fiscal previsto para las rentas vitalicias en el ordenamiento actual.

### 5.1.1 Justificación de las medidas fiscales en materia de previsión social

Aunque es lo habitual, en realidad, debería sorprender el hecho de que el tratamiento fiscal de los productos previsionales necesite una “justificación” o defensa.

Apenas se discute que los “productos” públicos para la jubilación, como son las cotizaciones y sus correspondientes pensiones de la Seguridad Social, tanto en España como fuera de ella, tengan el tratamiento fiscal que han venido teniendo en las últimas décadas, es decir que las cotizaciones sean íntegramente desgravables reduciéndolas de la base del Impuesto de Sociedades (las de los empleadores, al ser costes laborales) y el IRPF (todas, al ser salario diferido), mientras que las pensiones quedan sujetas al IRPF al considerarse que son la contrapartida de las cotizaciones pagadas en su momento. Las pensiones serían así “rentas del trabajo diferidas” que en su momento no pagaron impuestos pero que los pagan en el momento de percibirse por los jubilados.

Este tratamiento fiscal responde a la necesidad de evitar la doble imposición de rentas cuando se causan y, si se acumulan para la jubilación, cuando se perciben en forma de pensión. Hay dos posibles tratamientos para evitar esta doble imposición de las rentas laborales:

- Someter la parte de la renta del trabajo destinada a la previsión al impuesto en el momento de su generación y desgravar las pensiones a que dicha renta dé lugar en el momento de percibir las mismas.
- Desgravar la parte de la renta del trabajo destinada a la previsión en el momento de su generación y someter las pensiones a que dicha renta dé lugar al impuesto llegado el momento de su percepción.

En la inmensa mayoría de países es el segundo criterio el que se tiene en cuenta. En esencia pues, en la práctica totalidad de los países, se aplica la desgravación de las cotizaciones y aportaciones a esquemas previsionales (públicos y privados) y se someten al impuesto las pensiones o prestaciones derivadas de las anteriores.

Sin embargo, cuando los capitales (o rentas) que se utilizan para constituir una Renta Vitalicia han sido gravados previamente, dichas rentas vitalicias no están sujetas al impuesto, exceptuando la parte que se refiere a las ganancias de capital que se van incorporando a la masa de ahorro siempre que estas hayan sido excluidas de la tributación, por la naturaleza del vehículo utilizado, durante el periodo de acumulación.

Así pues, el ordenamiento fiscal español incorpora en sus normas la defensa clara y nítida de una fiscalidad favorable a la previsión social complementaria, en particular en el preámbulo de la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Como se comentaba, dicha defensa debería ser tan innecesaria hoy como lo es la defensa de una fiscalidad favorable para la previsión social pública.

En particular, en el texto legal citado, en su expositivo quinto, se justifican los cambios legales referentes a equiparar el tratamiento de las prestaciones en forma de capital (comparativamente privilegiado) para equipararlo al de las rentas, la creación de los Planes Individuales de Ahorro Sistemático (PIAS) y la defensa de las rentas vitalicias con el objeto de:

*“mejorar la cohesión social y de atender los problemas derivados del envejecimiento y la dependencia se incentivan aquellos instrumentos destinados a proporcionar unos ingresos complementarios de las pensiones públicas o a la*

	Sistemas de Previsión Social						
	Individuales			Colectivos			
	No asegurados	Asegurados		No asegurados	Asegurados		
	PPI	PPA	S. de Dependencia	PPE	PPSE	EPSV	Instrumentan Compromisos por Pensiones
Aportaciones	Deducibles	Deducibles	Deducibles	Deducibles	Deducibles	Deducibles	No se imputan
Rendimientos	Exentos	Exentos	Exentos	Exentos	Exentos	Exentos	Exentos
Prestaciones	Tributan	Tributan	Tributan	Tributan	Tributan	Tributan	Tributan íntegras
Cobro en forma de RV	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Tributación	Rdto.Trabajo	Rdto.Trabajo	Rdto.Trabajo	Rdto.Trabajo	Rdto.Trabajo	Rdto.Trabajo	Rdto.Trabajo
	Seguros distintos a la Previsión Social						
	Individuales			Colectivos			
	Seguros R.Vitalicias	Seguros PIAS	Transf. Riqueza vía R.Vitalicias	Seguros que no instrumentan Compromisos por Pensiones			
Aportaciones	No deducibles	No deducibles	No deducibles	Imputación como Rend.Trabajo (habitualmente)			
Rendimientos	RCM	RCM	RCM	RCM			
Prestaciones	Solo tributan por los rendimientos			Solo tributan por los rendimientos			
Cobro en forma de RV	SI	SI	SI	SI			

Fuente: Afi

Nota: En los Sistemas de Previsión Social las aportaciones son deducibles dentro de unos límites máximos conjuntos y que los rendimientos están exentos de tributar en el momento, pagando impuestos a su percepción.

cobertura de determinados riesgos.<sup>15</sup>

15 Continúa el expositivo quinto: "En todos los países desarrollados se está registrando un proceso de envejecimiento de la población que, en el medio plazo, dificulta la sostenibilidad de los sistemas públicos de previsión social. Para hacer frente a este importante reto los países de la OCDE pusieron en marcha en el pasado medidas de carácter fiscal, incentivando el desarrollo de planes de pensiones privados de carácter complementario al sistema básico de la Seguridad Social. El objeto de estos regímenes es que los individuos puedan obtener, a través del sistema público y de su plan de pensiones privado, una prestación que permita la aproximación de sus rentas al último salario percibido durante su vida laboral. Para el cumplimiento de este objetivo, el Impuesto intenta reorientar los incentivos fiscales a la previsión social complementaria hacia aquellos instrumentos cuyas percepciones se reciben de forma periódica, para lo cual se elimina la reducción del 40 por ciento anteriormente vigente para las retiradas del sistema del capital acumulado en forma de pago único. Adicionalmente, se conceden beneficios fiscales a los planes de previsión social empresarial y se prevé un nuevo producto de fomento del ahorro a largo plazo cuando se compromete la constitución de una renta vitalicia con el capital acumulado, el denominado plan individual de ahorro sistemático, si bien este opera de forma diferente a los demás al carecer de incentivo a la entrada. Asimismo, por razones de equidad y de complementariedad con el sistema público de pensiones, se acotan los límites de las aportaciones. La experiencia de los últimos años demuestra que la media de aportación no ha superado los 2.000 euros, si bien se han incentivado de forma desproporcionada, y al margen de los objetivos de la previsión social, aportaciones muy elevadas para determinados contribuyentes con elevada capacidad económica. La consideración de las aportaciones a estos sistemas como salario diferido, la acotación de los límites y el respeto al contexto de neutralidad en la tributación del ahorro, justifica que todos los

Si ya eran prioritarios hace diez años los productos destinados a mitigar los efectos del envejecimiento sobre las rentas de los futuros jubilados, actualmente son cruciales. Por ello hay que contemplar una visión integrada de los productos destinados a la jubilación que, adicionalmente, ofrezcan cobro en forma de renta vitalicia. Con arreglo a la anterior discusión sobre la fiscalidad de productos destinados al complemento de rentas de jubilación, en el caso de todos aquellos que nos interesan en este informe, cabe distinguirlos en:

- Instrumentos de fiscalidad ventajosa a la entrada (diferimiento de impuestos): planes de pensiones, planes de previsión asegurados (PPA), seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones.
- Instrumentos de fiscalidad ventajosa a la salida: planes individuales de ahorro sistemático, rentas vitalicias.

instrumentos de previsión social que cumplan con las características exigidas apliquen el incentivo de la reducción en la base imponible, sin distinción entre ellos. Y todo ello con la menor incidencia posible en la normativa financiera reguladora los planes y fondos de pensiones".

## 5.1.2 Tratamiento fiscal de las rentas vitalicias

En este apartado nos centraremos en exclusivamente en las rentas de contratación individual, dado que la previsión social colectiva en si misma presenta una casuística suficientemente compleja que combina además de los impuestos de las personas, los derivados de la renta de sociedades.

### Impuestos aplicables

Los dos impuestos aplicables con carácter general son el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (ISD). Asimismo, los derechos económicos acumulados deberán tributar por el Impuesto sobre Patrimonio (IP) cuando el contribuyente alcance unos niveles mínimos de patrimonio y la Comunidad Autónoma de residencia decida no aplicar bonificaciones sobre este impuesto.

La primera cuestión relevante es determinar cuándo la prestación está gravada por el IRPF y cuándo por el ISD. El criterio general es que cuando el tomador y beneficiario coinciden se tributa por IRPF (al no producirse una donación en este caso) y cuando son personas distintas por ISD. Como caso más complejo, cuando el tomador es distinto del beneficiario y la renta se genera por alcanzar el asegurado una determinada edad, la prestación está sujeta simultáneamente a IRPF e ISD.

Mención separada merecen las rentas vitalicias percibidas como consecuencia de la liquidación de planes de pensiones, planes de previsión asegurados y seguros de dependencia que tributan siempre por IRPF independientemente de la identidad del beneficiario y del tipo de prestación generada.

### Efecto fiscal del pago de primas

El pago de las primas de los seguros de vida individuales no tiene efecto fiscal alguno para el Tomador. Sin embargo, las primas/aportaciones efectuadas a planes de pensiones, planes de previsión asegurados y seguros de dependencia son objeto de reducción en la base imponible del IRPF hasta los límites establecidos.

Con objeto de evitar la doble imposición de los capitales y rentas previsionales antes mencionada, surge una distinción muy importante entre las aportaciones

(periódicas o a prima única) de recursos que han sido ya sujetos al IRPF en el momento de su causación como rentas del trabajo o del capital y que, simplemente, se asignan a un fin de ahorro previsional en un momento dado del ciclo vital de su titular, y las rentas del trabajo que a su causación se afectan a un vehículo de ahorro previsional fiscalmente calificado y, además, han sido deducidas de la base imponible del impuesto en el ejercicio en que se causaron.

### Calificación fiscal del principal y los rendimientos de las prestaciones y los rescates

El principal de una renta vitalicia no estará sujeto a gravamen (a menos que proceda de una renta del trabajo que haya sido reducida de la base del IRPF por los límites aplicables), mientras que la parte de rendimientos de capital mobiliario de dicha prestación se integrará en la base imponible del IRPF y quedará sujeta a retenciones a cuenta.

Caso especial y distinto son las prestaciones procedentes de Planes de Pensiones y Planes de Previsión Asegurados o Planes de Previsión Empresarial, procedentes de los distintos sistemas de previsión social con reducción en base imponible, así como los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones (si no ha habido imputación, que es el caso más habitual) se consideran en su totalidad rendimientos del trabajo.

### Tributación de las rentas inmediatas

Se considera, por lo tanto, que una parte de la renta percibida es rendimiento de capital mobiliario, siendo su carga fiscal el resultado de aplicar el tipo para rendimientos del capital a una fracción decreciente de cada anualidad en función del titular de la renta que va desde el 40% cuando su titular tenga menos de 40 años hasta el 8% cuando el titular tenga 70 o más años. Estos porcentajes se determinarán en el momento de la constitución de la renta, según la edad del titular y permanecerán constantes durante toda su vigencia. La entidad aseguradora debe practicar la pertinente retención a cuenta sobre los rendimientos generados.



## Tributación por rendimiento del capital mobiliario de una renta vitalicia de 100 euros

Edad de contratación		% de la prestación sujeto	Carga fiscal al 19% (euros)
Desde	Hasta		
0	39	40%	7,60
40	49	35%	6,65
50	59	28%	5,32
60	65	24%	4,56
66	69	20%	3,80
70		8%	1,52

Fuente: Afi

### Ejemplo: Las ventajas de las rentas vitalicias.

Supongamos que el cliente, de 72 años, suscribe una renta vitalicia de prima única (no procedente de un vehículo previsional calificado fiscalmente) de 100.000 euros y a cambio la compañía aseguradora le proporciona una renta vitalicia de 800 euros al mes, o lo que es lo mismo, 9.600 euros al año.

El rendimiento de capital mobiliario que debe considerarse es de 9.600 euros x 8% = 768 euros/año que se integra en la Base Imponible del Ahorro. Y, en consecuencia, va sujeto a su tipo de gravamen y retenciones a cuenta.

Supuesto un tipo de gravamen del 19%, los impuestos a pagar ascienden a 145,92 euros. El resto de la renta no tributa.

Dicha rentabilidad se determina como la diferencia entre el valor financiero-actuarial de la renta (dato que conoce la entidad aseguradora) y el importe de las primas satisfechas. Esta cifra se reparte linealmente durante los primeros diez años del cobro de renta como mayor rendimiento de capital.

### Tributación de las rentas en el caso de contingencia de fallecimiento

El beneficiario de las rentas generadas no tributa en el IRPF (tanto el principal como los rendimientos del capital han tributado ya), sino que lo hace por el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones. Por tanto sólo tributa una vez, al constituirse la nueva renta, siendo la base imponible el valor actual actuarial de la renta (cálculo aportado por la entidad aseguradora).

Por tanto, debido a que el ISD está cedido a las Comunidades Autónomas, que estas recaudan íntegramente, la tributación varía ampliamente de unas a otras. Dado que la carga fiscal se concentra en un único momento, la norma facilita que el pago del impuesto se fraccione en un máximo de 15 años.

### Consecuencias fiscales del rescate anticipado en un seguro de rentas

Su tratamiento fiscal depende del impuesto que la grave al momento del rescate:

- Si la renta con la que se ha constituido el seguro se hubiera beneficiado de las desgravaciones del IRPF, el contribuyente perdería las ventajas fiscales

### Tributación especial de las rentas vitalicias diferidas

Son rentas en las que existe un período de capitalización previo al inicio del cobro de la renta vitalicia. Por ejemplo, el tomador aporta a los 55 años una prima única y, sin embargo, la renta se comienza a percibir a partir de los 65 años del mismo. Durante estos diez años el valor del seguro crece en la medida de los rendimientos del capital comprometidos.

La peculiaridad de las rentas diferidas frente a las inmediatas radica en que se debe tributar por los rendimientos financieros acumulados en el producto durante la fase de diferimiento. Así pues, tanto la rentabilidad generada hasta el momento de la constitución de la renta como la generada hasta el pago de la última renta del seguro estarán sujetas a tributación.

acumuladas hasta la fecha y debería restituir el importe en su declaración del IRPF del ejercicio en que se produzca el rescate. Desde un punto de vista financiero, ello no es tan relevante dado que simplemente devuelve unas ventajas fiscales de las que se ha beneficiado para un propósito que no ha llegado a realizarse enteramente. Sin embargo, si han transcurrido muchos años desde la constitución de la renta, el importe a pagar puede ser elevado, por lo que muchos asegurados desisten del rescate.

- Si la renta está sujeta al ISD por ser el beneficiario distinto del tomador del seguro, el rescate carece de consecuencias fiscales, dado que ha cumplido con todas sus obligaciones con el fisco.

### 5.1.3 Tratamiento fiscal de los Planes Individuales de Ahorro Sistemático (PIAS)

#### Requisitos específicos de los PIAS

Los PIAS son una modalidad de seguro de rentas diferidas a la que se le confieren un régimen especialmente favorable, con motivo de su vocación de producto canalizador de ahorro a largo plazo y vinculado a la previsión complementaria de las familias.

La ley establece que para obtener las ventajas fiscales de los PIAS se han de cumplir cinco condiciones:

- Debe percibirse necesariamente en forma de renta vitalicia.
- El tomador, asegurado y beneficiario han de ser la misma persona.
- El límite máximo anual satisfecho en concepto de primas es de 8.000 euros.
- La fase de acumulación desde el pago de la primera prima hasta cobrar en forma de renta vitalicia debe durar al menos 5 años.
- El importe total de las primas acumuladas no puede superar los 240.000 euros por contribuyente.

Cumpliendo estas condiciones también los seguros formalizados antes de 1 de enero de 2007 pueden adquirir la condición de PIAS.

#### Tributación de los PIAS

Su régimen fiscal es el mismo que el de las rentas vitalicias diferidas con la peculiaridad de la rentabilidad generada durante la fase de capitalización de las primas queda exenta. Por tanto, la única fiscalidad que tributa es la referida a la aplicación de los porcentajes de reducción que correspondan en función de la edad a la que el rentista comience a percibir la prestación.

#### Consecuencias fiscales del rescate de los PIAS

Al ser productos completamente líquidos y tener ventajas fiscales, el rescate implica la pérdida retroactiva de sus ventajas fiscales. Afecta tanto a la exención de la rentabilidad en la fase de acumulación, como a los porcentajes reducidos en el momento del cobro de la renta (que han de regularizarse en la declaración del IRPF del ejercicio en el que se produce el rescate).

#### Consecuencias fiscales de la movilización de un PIAS

El traspaso de un PIAS a otro incluso aunque cambie la entidad aseguradora, no tiene efecto fiscal alguno. De hecho, las primas conservan la antigüedad a efectos fiscales.

### 5.1.4 Cobro de un Plan de Pensiones en forma de capital y transformación en renta vitalicia externa

El cobro de un plan de pensiones en forma de capital suele conllevar una fuerte penalización fiscal al integrarse dicho rescate en la base imponible ordinaria del contribuyente determinando un fuerte aumento de la misma si los capitales acumulados tienen cierta entidad, lo que hace saltar el tipo marginal hacia el máximo. Sin embargo, el número de titulares que optan por retirar sus derechos acumulados en un Plan de Pensiones en forma de capital es relevante, por dos razones:

- La media de los saldos acumulados en planes individuales es inferior a los 10.000 euros por lo que la tributación marginal no resulta tan dañina mientras que las rentas vitalicias que pueden derivarse son de apenas unas docenas de euros al mes. Especialmente en planes de empleo de aportación definida con saldos exiguos resulta aconsejable por simplicidad

cobrar en forma de capital. Esta realidad muestra a las claras el “raquitismo” del sistema previsional complementario español.

- El régimen fiscal transitorio permite que los saldos procedentes de aportaciones anteriores al uno de enero de 2007 gocen todavía de una reducción en base imponible de un 40%. Esto implica en la práctica una ventaja fiscal efectiva a la que todavía pueden acogerse una buena parte de los titulares de planes de pensiones en nuestro país.

#### **Ejemplo: Régimen fiscal transitorio.**

Supongamos alguien que aportó 10.000 euros el 31 de diciembre de 2006 y obtuvo rentabilidad cero en desde entonces. Por el ejercicio fiscal de 2006 obtuvo un beneficio fiscal a su tipo marginal, pongamos el 35%, 3.500 euros. Ahora tiene un saldo de 10.000 euros, pero sólo se incrementa su base imponible en 6.000 euros al haber sido beneficiado fiscalmente con un 40% de reducción. Aun suponiendo que su tipo marginal actual siga siendo del 35% (habitualmente es inferior) pagará 2.100 euros. El ahorro neto en impuestos resultante asciende a 1.400 euros. Sobre una inversión de 10.000 euros representa una rentabilidad fiscal del 14% obtenida a lo largo de 10 años.

Cabría plantearse, por tanto, en este segundo caso, percibir en forma de capital para posteriormente transformar el capital neto de retenciones en una renta vitalicia al margen del plan de pensiones, en vez de salir del plan de pensiones con una renta directa.

No obstante, de nuevo, es infrecuente esta sucesión de operaciones por varias causas:

- Para los exiguos capitales generalmente disponibles a través de este producto, la constitución de una renta vitalicia apenas supondría unas decenas de euros al mes, lo que es disuasorio frente a la relativa complejidad (coste de transacción) de la operación.
- El cálculo fiscal asociado a la operación suele ser complejo y requiere de un infrecuente nivel de asesoramiento para determinar las ventajas.
- El pago inmediato de impuestos comporta un rechazo por parte del beneficiario
- La rentabilidad financiera actual de las rentas no permite grandes ofertas comerciales en un contexto de

tipos de interés bajos.

- La competencia de las rentas financieras proporcionadas a partir de depósitos bancarios o de fondos de inversión e incluso capitales diferidos asegurados con derecho de rescate flexible dejan en un segundo plano a las rentas vitalicias aseguradas.

### **5.1.5 La fiscalidad del Ahorro Previsional a Largo plazo y de las rentas vitalicias a la luz de los criterios internacionalmente aceptados**

En la práctica habitual en los países avanzados, la fiscalidad del ahorro previsional a largo plazo contempla tres “eventos” clave en el ciclo vital de dicho ahorro y lógicas tributarias bajo los que se encuentran diferentes productos y sus variantes, también en el caso de las Rentas vitalicias.

Los eventos son: (acumulación de) aportaciones, (incorporación de) rendimientos y (percepción de) prestaciones. Las dos lógicas tributarias de producto son los denominados “pretax” y “aftertax”. Son dos perfiles complementarios y, especialmente los pretax, sujetos a límites máximos de deducción.

En los productos de perfil pretax las aportaciones tienen ventajas fiscales, típicamente consistentes en su deducción total o parcial de la base imponible, los rendimientos (y plusvalías) no tributan hasta el reembolso (liquidación), con excepciones también, y las prestaciones mejoran la base imponible del beneficiario en el ejercicio de su percepción pasando a tributar en el Impuesto sobre la Renta a los tipos que correspondan.

En los productos de perfil *aftertax* no hay deducción en el momento de la aportación y en el momento del reembolso se tributa exclusivamente por los rendimientos de la inversión puestos de manifiesto con la prestación, quedando el resto exento.

En los Estados Unidos, por ejemplo, la tributación de las rentas distingue claramente entre *annuities pretax* (cuando las aportaciones o la prima han sido deducibles a su constitución y el cobro de la renta es gravable) y *aftertax* (cuando la renta o la prima han estado sujetas al impuesto durante el proceso de acumulación y solo se debe gravar la parte de rentabilidad de las rentas a su percepción).

Los productos *pretax*, de una parte, son deducibles en la aportación y después tributan íntegramente a su percepción, con arreglo al estándar internacional *Exempt-Exempt-Tax* (EET). Estos productos, que, en España, se corresponden con los planes de pensiones y PPA, sólo resultan competitivos en la medida en que los tipos marginales del Impuesto sobre la Renta de los titulares en la fase de aportación sean mucho mayores a los de la fase de prestaciones en forma de renta. Aun así, resulta arbitrario que los rendimientos habidos en estos productos se graven como renta del trabajo (diferida), siendo realmente un rendimiento de capital que está menos gravado en sistemas de imposición dual de la renta, como en el caso de los fondos de inversión o productos aseguradores tradicionales en España y en muchos otros países. También resulta

sorprendente que se facilite, con ventajas fiscales, el cobro de las prestaciones de los planes de pensiones y planes de previsión asegurados en forma de renta frente al cobro en forma de capital, como se ha hecho en el pasado.

De otra parte, se corresponde con *aftertax* la fiscalidad de productos como planes de jubilación y PIAS cuyas aportaciones no fueron deducibles y en los que la tributación en el momento del cobro es reducida por cuanto se tiene en cuenta que en dichas percepciones hay un reembolso gradual del capital.

En el cuadro siguiente, se resumen las características apuntadas en estas dos lógicas fiscales, con ilustraciones para el caso español.

### Características de los productos “pretax” y “aftertax”

	Aportaciones	Rendimientos	Prestaciones	Productos	Condiciones	Límite	Liquidez	Riesgo	Cobro en Renta Vitalicia (*)
Pretax	Deducibles de la base del IRPF	No tributan	Tributan en el IRPF como rentas del trabajo	Planes de Pensiones		8.000 €/Año	Baja	A/M/B	Posible
				Planes de prevision asegurados		8.000 €/Año	Baja	B	Posible
				Planes prevision social empresarial		8.000 €/Año	Baja	B	Posible
				Entidades prevision social voluntaria		Límite Hac. Foral	Baja	A/M/B	Posible
Aftertax	No deducibles	No tributan	Los rendimientos no tributan	Ahorro a largo plazo (SIALP/ CIALP)	5 años, capital	5.000 €/Año	alta	B	No
				PIAS	5 años, renta vitalicia	8.000 €/Año, máximo 240.000 €	Si	A/M/B	Habitual y ventajoso
				Otros seguros de ahorro individual			Alta	A/M/B	Posible
			Los rendimientos tributan CM						

\* Algunos productos “aftertax” disfrutan, desde la promulgación del RD 655/2015, de la posibilidad de verse exentos del impuesto de plusvalías en el momento de la constitución de una renta vitalicia a partir del patrimonio acumulado en los mismos.- (véase epígrafe 4.2.2.)

Fuente: Afi

Respecto al cuadro anterior debe aclararse que los rendimientos no tributan inmediatamente, sino que se difiere la tributación de los mismos al momento de su cobro (los rendimientos acaban tributando cuando se perciben).

Asimismo, la columna Riesgo hace referencia a la posibilidad de incurrir en pérdidas financieras. En los PPA y PPSE hay una garantía de conservación de capital a vencimiento y mientras que en los planes de pensiones no.

En el Anexo IV se tratan con detalle los casos de los EE UU, Canadá y el Reino Unido. En estos países, en general, la tributación de la parte de rendimientos en las rentas vitalicias se basa en criterios actuariales o semi actuariales sencillos de aplicar y comprender. Así, en los EE UU, los rendimientos contenidos en las rentas periódicas se estiman uniformemente como la diferencia entre la renta anual y el resultado de dividir la prima por la esperanza de vida restante del titular en el momento de la constitución de la renta. En Canadá se utilizan tablas de mortalidad para estimar la parte de los rendimientos anuales sujetos a tributación, si bien, hasta hace poco, dichas tablas estaban muy anticuadas (ver Anexo IV).

En el Reino Unido, en el que existen modalidades muy variadas de rentas y capitales de jubilación, que, además, pueden combinarse entre sí, los criterios básicos de tributación consisten en desgravar un 25% de los capitales acumulados en lo que se conoce como la “pensión pot” del titular, y de los que este puede disponer en efectivo sin efectos fiscales. El resto del capital se convertirá en una renta vitalicia pura o alguna variante de ella y dichas rentas estarán sujetas a tributación tanto por la parte de los rendimientos del capital atribuibles a cada anualidad como por la parte de capital en función siempre que esta haya estado exenta de tributación durante la fase de acumulación.

## 5.2. El patrimonio inmobiliario y su licuación de cara a la jubilación

### 5.2.1 El patrimonio inmobiliario en España

A lo largo de todo el informe, se ha puesto de manifiesto el desfavorable impacto que ejercerán las reformas del sistema público de pensiones sobre la capacidad

adquisitiva de los jubilados y la necesidad que ya empiezan a tener éstos de completar su renta con fuentes alternativas.

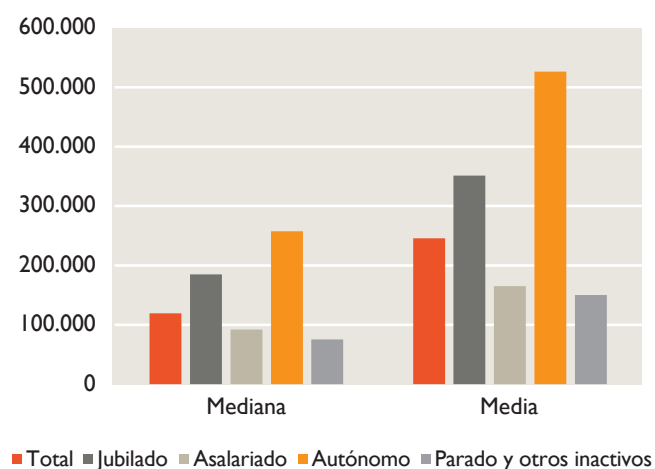
Como se ha venido argumentando, el producto que puede dar forma a estas fuentes generando un flujo seguro y cierto de rentas complementarias de jubilación a partir de cualquier tipo de activo disponible son las rentas vitalicias. En definitiva, se trata de canalizar debidamente el ahorro de los hogares hacia productos capaces de convertir activos del tipo que sea, previamente acumulados, en flujos de renta que sean seguros, exactos en cuanto al cumplimiento de sus funciones durante la vida de los jubilados y eficientes desde todos los puntos de vista, a saber, administrativo, financiero y fiscal.

El ahorro de las familias españolas, entendido como el flujo anual de la renta disponible que no destinan al consumo, apenas representó el 9% de la renta en 2015. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que este flujo se suma cada año al stock que las familias atesoran instrumentado mediante un conjunto de activos, reales y financieros, que constituyen su riqueza y que, en definitiva, es la que debe ser considerada a efectos de atender la necesidad de completar sus fuentes de renta durante el periodo de jubilación.

Según la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España correspondiente al año 2014 (último dato disponible), los hogares en los que el cabeza de familia está jubilado son la segunda categoría de hogares (de las contempladas en la encuesta) que mayor riqueza neta por hogar acumula. La riqueza media se situaría en el entorno de los 351.000 euros, mientras que, si se atiende a la mediana, la cifra se reduciría hasta los 185.000 euros. Independientemente de la magnitud de la que se trate, lo cierto es que la riqueza supera en varias veces la renta anual de estos hogares.

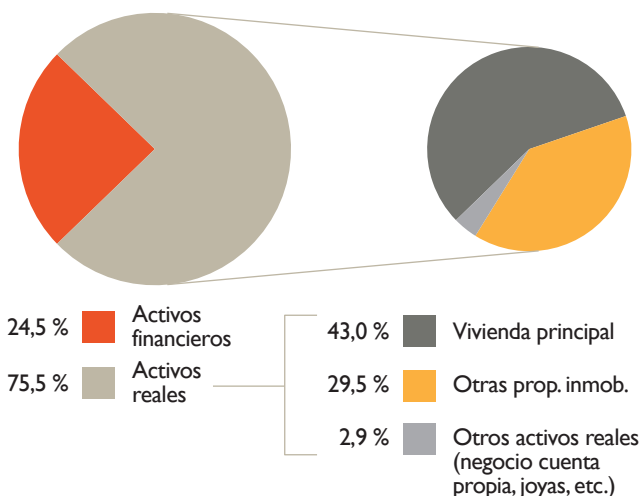
La naturaleza de esta riqueza se concentra, principalmente, en activos reales y, dentro de estos, predominan los inmobiliarios. La vivienda principal representa algo más de la mitad del valor total de los activos acumulados por los hogares. Si se tienen en cuenta también otras propiedades inmobiliarias, la proporción se elevaría hasta el 80% del total.

### Riqueza neta de los hogares según situación de actividad del cabeza de familia (euros), 2014



Fuente: Afi a partir de Banco de España

### Distribución del valor de los activos reales y financieros de los hogares jubilados (% total), 2014

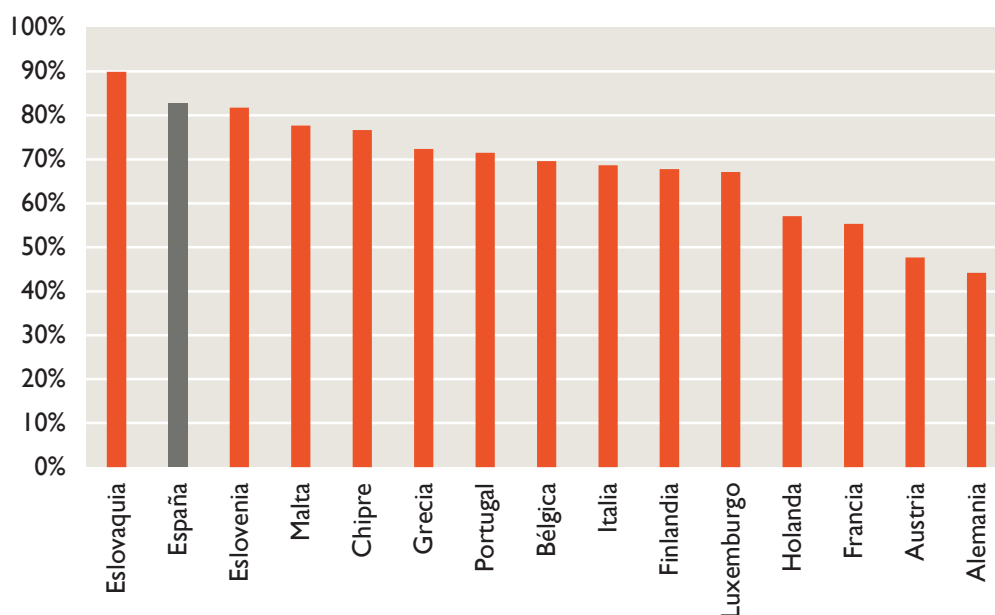


Fuente: Afi a partir de Banco de España

Esta realidad guarda relación con el régimen de propiedad de las viviendas habituales. España es uno de los países europeos donde existe una mayor proporción de hogares que residen en viviendas que son de su propiedad. Según la Encuesta Financiera de las Familias elaborada por el Banco Central Europeo, más del 80% de los hogares españoles reside habitualmente en una

vivienda de su propiedad, una cifra tan sólo superada por Eslovaquia, donde dicha proporción se eleva hasta el 90%. La alta rentabilidad de la vivienda, la facilidad de acceso al crédito hipotecario y los incentivos fiscales existentes durante el pasado ciclo expansivo, entre otros factores, alentaron el régimen de propiedad de la vivienda en España.

### Hogares cuya vivienda principal está en régimen de propiedad según país de residencia (% total), 2014



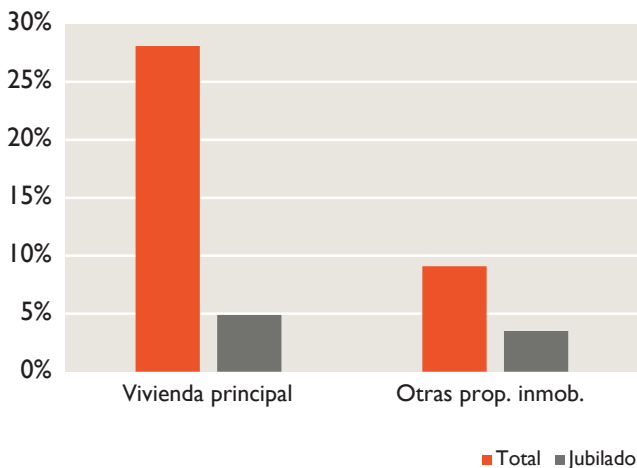
Fuente: Afi a partir de Banco Central Europeo

Además de identificar a la vivienda como el principal activo patrimonial de los hogares españoles, en general, no sólo en los que el cabeza de familia está jubilado, estos segundos cuentan con un aspecto diferencial a su favor: una escasa proporción de hogares tiene deudas pendientes de pago. La diferencia respecto a la media de hogares es especialmente significativa en el caso de la vivienda principal o habitual, ya que sólo un 4,9% de los hogares jubilados está endeudado por este concepto, mientras que, en el conjunto de hogares, una cuarta parte del total

está endeudado por la financiación de su vivienda.

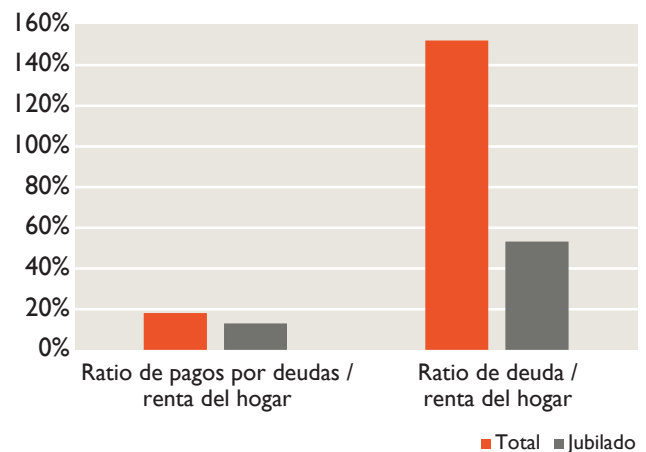
La carga de la deuda de los hogares jubilados que mantienen deudas pendientes es también modesta en comparación con el resto de hogares. Por tanto, los hogares cuyo cabeza de familia está jubilado no sólo cuentan con un gran patrimonio, sino que la mayor parte del mismo está compuesta por un activo libre de deudas que podrían liquidar en el mercado si decidiesen optar por la conversión de su activo real en otro de naturaleza financiera.

### Hogares que tienen deudas pendientes de pago sobre propiedades inmobiliarias según situación de actividad del cabeza de familia (% total), 2014



Fuente: Afi a partir de Banco de España

### Carga de la deuda de los hogares con deudas pendientes (mediana, %), 2014



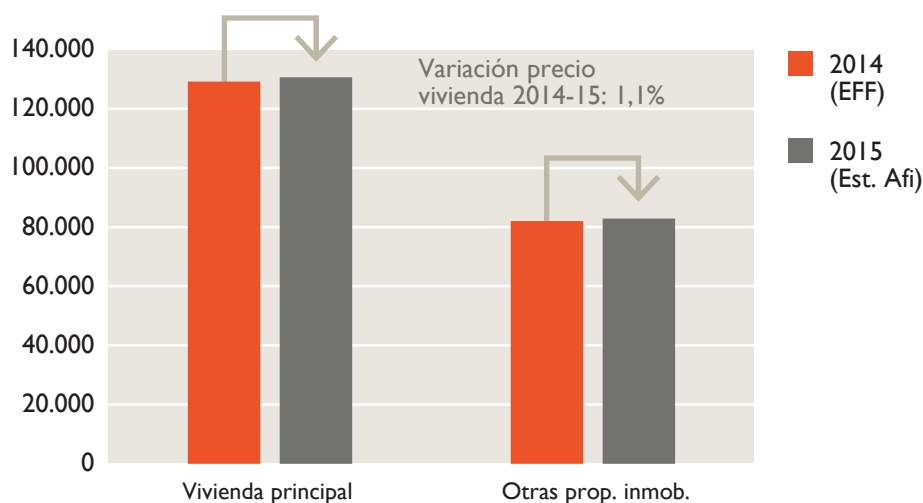
Fuente: Afi a partir de Banco de España

Por último, el otro aspecto a tener en cuenta es el valor de estos activos inmobiliarios, ya que, en definitiva, permitiría identificar la proporción que representan respecto al gap de renta que pretende cubrir el jubilado para mantener estable su nivel de vida durante la jubilación. Los datos recogidos por la Encuesta Financiera de las Familias de Banco de España se refieren a 2014, año en el que se realizó la última oleada (esta estadística se realiza con frecuencia trienal). Si se actualizan los valores medianos identificados entonces con la variación que han sufrido los precios de la vivienda libre desde entonces hasta 2015, se obtiene que el valor mediano de la vivienda principal de un hogar en el que el cabeza de familia está jubilado asciende a los 131.000 euros, mientras que las otras propiedades inmobiliarias tendrían un

valor mediano ligeramente superior a los 83.000 euros.

Tan sólo con la propiedad de una vivienda habitual, aquella donde reside el hogar, la cifra sería sustancialmente superior al ahorro previo que tendría que tener acumulado una persona que decidiese contratar una renta vitalicia que permitiese compensar la pérdida de poder adquisitivo que sufriría durante su vida de jubilado (véase Sección 3.2). Por tanto, los hogares jubilados contarían, en principio, con el patrimonio suficiente para hacer frente a la contratación de un producto como las rentas vitalicias, asegurándose la disposición gradual de dicho patrimonio, más la rentabilidad que generase, en importes seguros y ciertos sin correr el riesgo de sobrevivir a sus ahorros.

## Valor mediano de las propiedades inmobiliarias de los hogares en los que el cabeza de familia está jubilado (euros)



Fuente: Afi a partir de Banco de España

Además de ello, hay que tener en cuenta también que la normativa fiscal recientemente aprobada permite a aquellos que opten por la opción de liquidar su patrimonio inmobiliario (o cualquier otro activo) para convertirlo en rentas vitalicias, beneficiarse de exenciones de las ganancias patrimoniales que se deriven de esta compraventa inmobiliaria, siempre que reúnan una serie de requisitos.

### 5.2.2 Nueva normativa fiscal: límites y condiciones

El Real Decreto 655/2015 establece que “podrán gozar de exención las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto en la transmisión de elementos patrimoniales por contribuyentes mayores de 65 años, siempre que el importe total obtenido por la transmisión se destine a constituir una renta vitalicia asegurada a su favor”. Las condiciones que deben cumplirse son:

- La renta vitalicia deberá constituirse en el plazo de seis meses desde la fecha de transmisión del elemento patrimonial.
- El contrato de renta vitalicia deberá suscribirse entre el contribuyente, que tendrá condición de beneficiario, y una entidad aseguradora. En los contratos de renta vitalicia podrán establecerse mecanismos de reversión o períodos ciertos de prestación o fórmulas de contraseguro en caso de fallecimiento una vez constituida la renta vitalicia.

- La renta vitalicia deberá tener una periodicidad inferior o igual al año, comenzar a percibirse en el plazo de un año desde su constitución, y el importe anual de las rentas no podrá decrecer en más de un cinco por ciento respecto del año anterior.
- El contribuyente deberá comunicar a la entidad aseguradora que la renta vitalicia que se contrata constituye la reinversión del importe obtenido por la transmisión de elementos patrimoniales.
- La cantidad máxima total cuya reinversión en la constitución de rentas vitalicias dará derecho a aplicar la exención será de 240.000 euros.

### 5.2.3 La transformación de una vivienda en un flujo de rentas: viabilidad y eficiencia.

No debe dejarse de enfatizar la virtualidad que la nueva normativa fiscal recién comentada otorga a la vivienda como elemento patrimonial decisivo para la constitución de rentas complementarias de jubilación.

En el panorama de tasas de sustitución decrecientes de las pensiones públicas trazado en el Capítulo 3 de este informe, destaca especialmente el resultado de que la renta vitalicia complementaria necesaria para compensar exactamente la caída de dicha tasa de sustitución requiere un patrimonio que es solo una fracción de la riqueza inmobiliaria de los jubilados españoles.



Esta constatación lleva a la conclusión de que la aplicación del patrimonio inmobiliario al logro de rentas vitalicias complementarias es solo cuestión de voluntad regulatoria, por un lado, y dinamización del mercado de rentas vitalicias por otro. Esta dinamización del mercado se lograría, a su vez, por dos vías: (i) una oferta de productos eficientes y específicos para lograr la transformación de un patrimonio inmobiliario en una corriente de rentas y (ii) un cambio cultural que llevase a los propietarios de viviendas, mayores de 65 años, a contemplar sin reparos el uso de su vivienda a los fines de obtener dicha renta complementaria.

En otras palabras, y salvando las distancias históricas, sería bueno “desamortizar” el ingente patrimonio inmobiliario español en beneficio de sus propietarios instrumentando un verdadero mercado de productos específicos, viables, eficientes, transparentes y competitivos para todos los agentes de dicho mercado.

Las rentas vitalicias intervendrían naturalmente en este proceso de “licuación” del patrimonio inmobiliario para, desde su lógica aseguradora y actuarial, garantizar la percepción de las rentas oportunas y asegurar la mutua coherencia, en el tiempo y el espacio de rentabilidades, de las garantías otorgadas a cada uno de los agentes intervinientes en la operación.

Mención especial, en esta vocación de las rentas vitalicias frente al patrimonio inmobiliario, merece el caso del contraseguro. En efecto, la concurrencia de una renta vitalicia con la garantía de un capital para los herederos del titular de las mismas es consustancial a la forma en la que los productos orientados a la licuación del patrimonio inmobiliario realizan dicha operación dado el volumen que estos patrimonios alcanzan para el individuo representativo, muy superior a los patrimonios medios de las modalidades más convencionales de ahorro previsional a largo plazo susceptible de convertirse también en rentas vitalicias.

La que se muestra en el cuadro siguiente, es solo una de varias clasificaciones posibles centradas en la funcionalidad que debe cumplir la gama de productos específicos que tratan de resolver la transformación de patrimonios inmobiliarios en rentas complementarias de jubilación. No recoge la situación en España u otro país de referencia, sino la situación de referencia o potencial que podría derivarse de un desarrollo de las rentas vitalicias. Nótese que, dada la funcionalidad de un activo inmobiliario, que es la de prestar servicios residenciales a su propietario, estos servicios tendrán que estar, según la voluntad del rentista, ligados, de una u otra manera, a la percepción de las rentas vitalicias.

### Caracterización de un mercado diversificado potencial de productos vitalicios a partir del activo inmobiliario

Funcionalidad del producto	Producto	Características
Rentas vitalicias + servicios residenciales vitalicios + propiedad de la vivienda	Hipoteca Inversa Integral	Préstamo y arrendamiento vitalicios con garantía inmobiliaria combinados y “contraseguro” implícito en el LTV (*) otorgado
Rentas vitalicias + servicios residenciales vitalicios, sin propiedad de la vivienda	Renta Vitalicia Plus	Renta y arrendamiento vitalicios combinados con posibilidad de contraseguro a prima única
Rentas vitalicias + propiedad de la vivienda, sin servicios residenciales vitalicios	Hipoteca Inversa	Préstamo vitalicio con garantía inmobiliaria y “contraseguro” implícito en el LTV otorgado
Rentas vitalicias, sin servicios residenciales vitalicios ni propiedad de la vivienda	Renta Vitalicia	Renta vitalicia ordinaria procedente de la venta de una vivienda con posibilidad de contraseguro
Servicios residenciales vitalicios, sin rentas vitalicias ni propiedad de la vivienda	Arrendamiento Vitalicio	Renta vitalicia en especie (arrendamiento) procedente de la venta de una vivienda con posibilidad de contraseguro

Nota: En España las plusvalías generadas por la venta de una vivienda cuyo producto va a destinarse a la compra de una renta vitalicia están exentas hasta un límite (véase la sección 4.2.2. más arriba).

(\*) LTV: *Loan To Value* es el cociente entre el valor del préstamo y el del bien financiado, generalmente, inmobiliario.

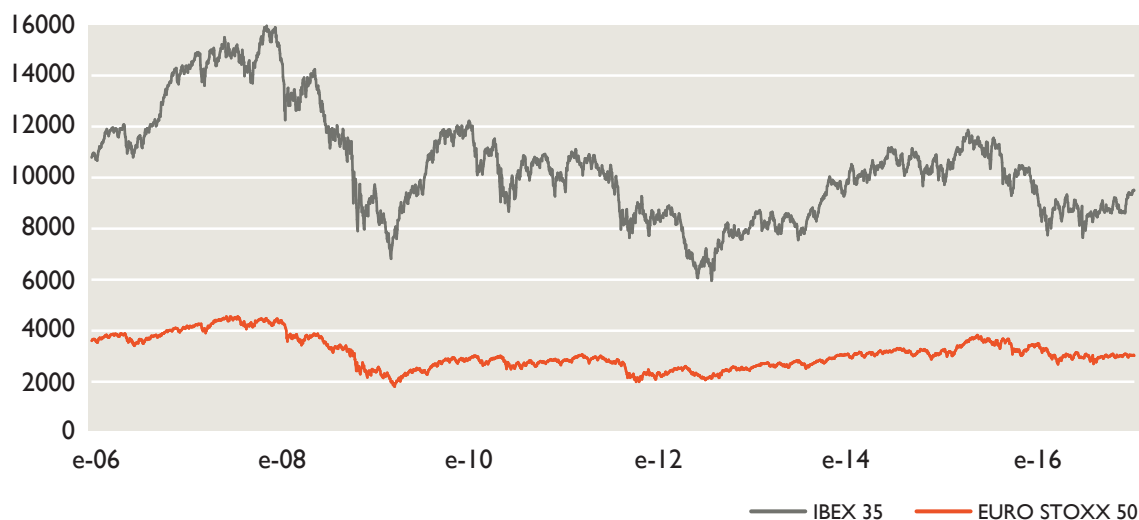
Fuente: Afi

Es evidente que el mercado de productos eficientes para la provisión de rentas y servicios vitalicios a partir del activo inmobiliario está por definir en España, pues las operaciones que se realizan en la actualidad son muy reducidas y restringidas a muy pocas de las variantes descritas en el cuadro anterior. Pero dicha transformación es viable, especialmente si media el asegurador, y puede ser muy eficiente para los clientes, siempre y cuando el mercado sea amplio e impere la competencia entre los operadores.

### 5.3. El patrimonio mobiliario y su uso de cara a la jubilación

La nueva norma fiscal sí que permite un efecto favorable a las rentas vitalicias respecto de un proceso de acumulación a través de fondos de inversión, especialmente en los que acumulen grandes plusvalías. No siempre, sin embargo, los mercados de capitales evolucionan de forma que el precio de los activos, por ejemplo la renta variable, dé lugar a plusvalías significativas en todo momento, dependiendo ello mucho del momento de adquisición y realización del activo, como muestra el gráfico siguiente.

Evolución de los índices IBEX 35 y EURO STOXX 50 en los últimos diez años



Fuente: Afi a partir de Bloomberg

No obstante, en la medida en que los activos susceptibles de conversión en rentas de jubilación tengan plusvalías latentes elevadas a la jubilación de sus titulares, las rentas vitalicias son un potente mecanismo de eficiencia fiscal para la transformación de fondos de inversión en rentas complementarias de jubilación que puede incluso compensar la desventaja fiscal que sufren en un contexto de bajos tipos de interés como el actual.

Una mirada al cuadro siguiente, y en línea con lo señalado por la teoría financiera, los fondos de inversión que más plusvalías acumulan son aquéllos que invierten en renta variable y a largo plazo. Sin embargo, la realidad de este mercado muestra que la mayor parte de los inversores con dicha vocación no se muestran favorables

a realizar plusvalías para reinvertir en rentas vitalicias cuya rentabilidad es inferior.

El complemento ideal para los ahorradores a largo plazo que invierten significativamente en acciones sería una renta vitalicia en formato *unit linked* que les permitiera un *asset allocation* similar al que mantenían anteriormente. La normativa actual, bien intencionada, lo dificulta al no permitir reducciones de la renta periódica de un año para el siguiente en más del 5%. Una medida que facilitaría la transición sería la de aumentar el rango de posible bajada hasta un 15%, lo cual permitiría soportar un *asset allocation* de hasta un 30% en renta variable. Por tanto, se podría satisfacer las necesidades de la mayor parte de los clientes de fondos de inversión, como refleja en el cuadro adjunto.

## Rentabilidades medias anuales ponderadas de los fondos de inversión

En %, netas de comisiones y gastos, a 31/10/2016

Tipo de fondo	Mes	2016	1 Año	3 Años	5 Años	10 Años	15 Años	20 Años	25 Años
Monetarios	0,01	-0,02	-0,01	0,22	0,91	1,30	1,41	1,86	3,22
Renta Fija Euro Corto Plazo	-0,03	0,25	0,22	0,42	1,16	1,27	1,49	2,00	3,27
Renta Fija Euro Largo Plazo	-0,39	1,48	1,35	2,61	3,91	2,76	2,64	3,03	4,17
Renta Fija Mixta Euro	-0,09	0,02	-0,9	1,62	3,04	1,60	2,05	2,61	3,86
Renta Variable Mixta Euro	1,17	-2,13	-4,86	2,04	4,92	0,85	2,16	3,34	4,24
Renta Variable Nacional Euro	2,37	-1,5	-6,03	1,67	6,03	-0,08	4,11	5,73	6,55
Renta Fija Internacional	0,29	1,47	1,26	3,91	4,45	2,59	2,07	3,12	4,26
Renta Fija Mixta Internacional	-0,26	-0,71	-1,26	0,99	1,98	0,59	0,95	1,90	3,16
Renta Variable Mixta Internacional	-0,15	-0,72	-1,88	1,34	4,16	1,20	1,42	2,62	3,86
Renta Variable Euro Resto	1,38	-3,64	-6,76	2,13	8,60	1,62	2,62	4,85	5,78
Renta Variable Internacional Europa	-0,6	-5,61	-7,51	3,27	7,54	0,03	1,70	3,61	4,38
Renta Variable Internacional EEUU	-0,59	1,45	0,68	9,70	12,82	4,71	2,32	3,79	0,54
Renta Variable Internacional Japón	4,57	-1,2	-1,47	8,21	11,08	-0,44	0,36	-1,20	-0,63
Renta Variable Internacional Emergentes	2,78	12,52	8,61	2,16	2,37	1,63	6,69	5,49	5,30
Renta Variable Internacional Resto	0,14	0,43	-0,71	5,14	10,40	3,61	2,50	3,44	4,32
Globales	0,17	0,01	-1,06	2,72	4,26	1,79	1,66	2,89	3,86
Garantizados de Rendimiento Fijo	-0,3	0,36	0,29	1,11	2,80	2,52	2,46	3,22	
Garantizados de Rendimiento Variable	-0,48	0,34	-0,62	1,50	2,98	1,64	2,17	3,68	
De Garantía Parcial	0,14	-2,42	-4,22	1,84	3,67				
De Gestión Pasiva	-0,01	0,83	-0,31	3,32	4,98				
Retorno Absoluto	-0,12	0,07	-0,40	0,81	1,66				
Fondos de Inversión Libre (FIL)	1,35	4,44	3,49	5,56	7,87				
Fondos del FIL	1,2	-2,22	-1,71	1,63	2,37				
<b>Totales Fondos</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,71</b>	<b>1,73</b>	<b>3,30</b>	<b>1,81</b>	<b>2,05</b>	<b>2,31</b>	<b>3,55</b>

Fuente: INVERCO

## Patrimonio de los fondos de inversión según categoría

Miles de euros, octubre 2016

Categoría de Inversión	Patrimonio				
	Oct-16	Variación			
		Oct-16		2016	
		Importe (Miles de Euros)	%	Importe (Miles de Euros)	%
Renta Fija	61.316.195	844.189	1,4%	6.540.653	11,9%
Gestión Pasiva	22.819.848	788.663	3,6%	5.111.614	28,9%
Renta Fija Mixta	42.892.839	257.649	0,6%	-1.712.013	-3,8%
Renta Variable Internacional	19.381.053	224.205	1,2%	-477.013	-2,4%
Garantizados	23.563.282	177.059	0,8%	1.221.038	5,5%
Retorno Absoluto	11.908.400	128.123	1,1%	738.089	6,6%
Renta Variable Nacional	5.237.970	127.498	2,5%	-562.906	-9,7%
Monetarios	9.005.488	106.173	1,2%	874.844	10,8%
Globales	12.450.690	50.618	0,4%	-85.063	-0,7%
Renta Variable Mixta	19.575.685	23.036	0,1%	-1.750.116	-8,2%
Inversión Libre	1.588.336	3.623	0,2%	-25.556	-1,6%
<b>Total Fondos de Inversión</b>	<b>229.739.786</b>	<b>2.730.836</b>	<b>1,2%</b>	<b>9.873.571</b>	<b>4,5%</b>

Fuente: INVERCO

Los activos mobiliarios objeto de esta exención, no obstante, son muy amplios. De esta forma abarcan desde los tradicionales activos financieros, como acciones o bonos, hasta los menos convencionales, como derechos de uso, licencias de actividad, etc. Por ejemplo, licencias de taxi o de farmacia, transmisibles a terceros, dan lugar a plusvalías que no tributan si se produce la transformación en una renta vitalicia. Por lo tanto, el momento ideal de transformación se produce cuando el profesional cesa en la actividad y transmite su licencia al momento de la jubilación.

El desarrollo de esta línea de actividad queda condicionado, en cualquier caso, por la existencia de plusvalías latentes elevadas, elemento clave para que la operación tenga sentido desde el punto de vista del inversor en renta vitalicia. La transmisión de acciones cotizadas no ha cosechado gran éxito por el hecho de que suelen rotar en periodos relativamente cortos, acumulando plusvalías menores. La venta de fondos de inversión para transformarlos en rentas vitalicias ha tenido un desarrollo insuficiente por cuanto la fiscalidad de los rescates periódicos es favorable y competitiva.

Una posible estrategia de ahorro consistiría en ahorrar en fondos de inversión para, tras los sesenta y cinco

años, aprovechar las ventajas fiscales de la exoneración de las plusvalías por transformación en rentas vitalicias.

Las operaciones de seguros de PIAS gozan de dicha exoneración transcurridos desde el pago de la primera prima, como se comentó anteriormente.

Ahorrar en forma de depósito para después cobrar en forma de renta vitalicia es ineficiente fiscalmente dado que los depósitos ya tributan con cada cobro de rendimientos y por tanto no acumulan plusvalías que exonerar.

Ahorrar en forma de fondos de inversión constituye una alternativa interesante siempre y cuando las plusvalías latentes sean elevadas y además el cobro de la renta sea relevante.

Como se estableció en un ejemplo anteriormente, con rentabilidades medias del fondo de inversión en el entorno del 4%, el exonerar el pago de plusvalías a través de la transformación en renta resulta fiscalmente muy rentable. Sin embargo, no lo es cuando la rentabilidad se encuentra en el entorno del 1%.

Aunque, hasta ahora, para muchos inversores, el que las rentas vitalicias protejan frente al exceso de longevidad

se ha visto atemperado por la cultura latina de preservar el capital para los herederos, pero el escenario de tasas de sustitución en retroceso, que se ha comentado ampliamente en este informe, puede hacer cambiar las cosas. En este contexto, el debate sobre la fiscalidad de los productos previsionales y de la operación de conversión de patrimonios en flujos de renta complementara de jubilación no ha hecho más que empezar.



# Bibliografía

The page features a solid orange background. In the bottom right corner, there is a decorative graphic consisting of several overlapping, curved lines that form a shape reminiscent of a stylized 'S' or a series of nested curves. The lines are in various shades of orange, creating a layered effect.

ACLI (2016). *Fact Book*. Capítulo 8: *Annuities*.

Akerlof, George A. (1970). *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488-500.

Banco de España (2011). Encuesta financiera de las familias.

Banco de España (2011). "Situación patrimonial de las familias en España. Boletín Económico".

Blake, D., Boardman T. y Cairns, A., UK Pensions Institute (2010). "*Sharing Longevity Risk: Why Governments should issue Longevity Bonds*".

Brown, Jeffrey R., Olivia S. Mitchell, James M. Poterba, and Mark J. Warshawsky (1999). "*New Evidence on the Money's Worth of Individual Annuities*". *American Economic Review* 89 (5): 1299-1318.

Canada Revenue Agency (2016). *Line 115 – "Annuity, PRPP, and registered retirement income fund (RRIF), including life income fund, payments"*. En: [www.cra-arc.gc.ca/tx/ndvdl/tpcs/ncm-tx/rtrm/cmpltng/rprtng-ncm/lns101-170/115/rrf-eng.html](http://www.cra-arc.gc.ca/tx/ndvdl/tpcs/ncm-tx/rtrm/cmpltng/rprtng-ncm/lns101-170/115/rrf-eng.html)

Conde-Ruiz, J.I. y C.I. González (2013): Reforma de pensiones 2011 en España. *Hacienda Pública Española / Review of Public Economics*, 204-(1/2013): 9-44. En [http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/hac\\_pub/204\\_Art01.pdf](http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/hac_pub/204_Art01.pdf)

Conde-Ruiz, J. Ignacio y Alonso, Javier (2006). "El Sistema de Pensiones en España ante el reto del Envejecimiento".

Department of Treasury IRS (2013). Publication 939 (Rev. December 2013) Cat. No. 10686K "*General Rule for Pensions and Annuities*".

Devesa, E., Devesa M. et al. (2014). "El Índice de Revalorización de Pensiones para el año 2015: datos, metodología y resultados".

Devesa, E., Devesa M. et al. (2016). "Índice de Revalorización de las Pensiones (IRP) y las Prestaciones de Muerte y Supervivencia (MyS)".

Díaz-Giménez, Javier y Díaz-Saavedra, Julián (2016): *The future of Spanish Pensions*. Documento de trabajo PEN33-Y30 de la U. de Granada. Publicado on-line en el Journal of Pension Economics and Finance en junio de 2016. En <http://www.ugr.es/~julianalbertodiaz/research/PEN33-Y30.pdf>

Einav, Liran, Amy Finkelstein and Paul Schrimpf (2010). "*Optimal Mandates and the Welfare Cost of Asymmetric Information: Evidence from the UK Annuity Market*". *Econometrica* 78 (3): 1031-92.

Fernández, José Luis, Herce, José A. et al. (2009). "Los retos socio-económicos del envejecimiento en España". Informe realizado para Unespa.

FSA Handbook en GENPRU 1.2.79 – *Pension Obligation Risk*. Consulta en: [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

Hernández de Cos, P., J. F. Jimeno y R. Ramos (2017). "El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma". Documentos Ocasionales N.º 1701. <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/17/Fich/do1701.pdf>

Instituto Nacional de Estadística (INE) (2017). Consulta en: [www.ine.es](http://www.ine.es)



- Laing Sara** (2016). “*Core Tax Annual: Income Tax 2016/17 (Core Tax Annuals)* Bloomsbury Professional”.
- Leontief, Wassily**. 1936. “*Quantitative Input-Output Relations in the Economic System of the United States*”, *Review of Economics and Statistics*, 18, 105–125.
- Organización Mundial de la Salud** (2016). “*World Health Statistics 2016: Monitoring health for the SDGs*”. Consulta en: [www.who.int/gho/publications/world\\_health\\_statistics/2016/en/](http://www.who.int/gho/publications/world_health_statistics/2016/en/)
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)** 2016. “*Life Annuity Products and Their Guarantees*”.
- Portal sobre pensiones del gobierno de Reino Unido** (2017). Normativa o enlace: [www.pensionwise.gov.uk](http://www.pensionwise.gov.uk)
- Poterba** (2008). Normativa o enlace: <http://economics.mit.edu/files/2936>
- Poterba James**, 2001, *The History of Annuities in the United States*, in J. Brown, O. Mitchell, J. Poterba, and M. Warshawsky, “*The Role of Annuity Markets in Financing Retirement*” (Cambridge: MIT Press), 23-56.
- Poterba James, Finkelstein Amy** (1999). “*Selection Effects in the Market for Individual Annuities: New Evidence from the United Kingdom* NBER Working Paper No. 7168”.
- Rothschild, Michael, and Joseph Stiglitz** (1976). “*Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information*”. *Quarterly Journal of Economics* 90 (4): 629-49.
- Sánchez, Alfonso R.** (2014): *The automatic adjustment of pension expenditures in Spain: an evaluation of the 2013 pension reform*. Banco de España. Documentos de Trabajo N° 1420. En <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/14/Fich/dt1420e.pdf>
- The Chartered Insurance Institute** (2015). Consulta en: [www.cii.co.uk](http://www.cii.co.uk)
- Towers Perrin Tokyo** (2009). “*Annuities Markets: Structure, Trends and Innovations in Japan*”.
- UE** (2015): *The 2015 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)*. En [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2015/ee3\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/ee3_en.htm)



Proyección  
de gastos e  
ingresos del  
sistema español  
de pensiones  
contributivas y  
escenario de tasas  
de sustitución

## Al.1 ¿Proyecciones o previsiones?

El ejercicio que se describe en este anexo es un ejercicio de proyecciones, no de previsiones. Las previsiones consisten en tratar de anticipar el futuro sobre la base de las hipótesis más verosímiles posible acerca de la ocurrencia de los fenómenos objeto de la previsión, por lo general, con la ayuda de un modelo estructural del proceso generador de los datos que se desean prever. Las proyecciones, por su parte, también tratan de explorar un cierto futuro bajo hipótesis ad hoc, del tipo “*what if*” y centradas en un escenario de base ajustado a la situación de partida. El valor predictivo de una proyección es pues considerablemente menor que el de una previsión y, por lo tanto, las proyecciones no deben verse como previsiones sino como exploraciones de futuros posibles en el caso de que se cumplieran las hipótesis explícitas (e implícitas) de la proyección y sus escenarios.

## Al.2 Modelo de proyección

Las proyecciones de ingresos y gastos que son la base del escenario de tasas de sustitución sobre el que, a su vez, se articula el análisis de la brecha de rentas de jubilación del Capítulo 4 de este informe se describe resumidamente a continuación. Las siguientes secciones muestran los principales resultados con la ayuda de cuadros y gráficos comentados.

Se han realizado estas proyecciones con un modelo contable (programado en Excel que obtiene los resultados mediante la aplicación de las siguientes reglas:

- Se utilizan los grandes grupos de población por edades de las Proyecciones de Población (a 1 de enero) del Instituto de Estadística (INE) para el periodo 2016-2066 (2016-2065, a 1 de julio), descompuestos, a su vez, por edades puntuales (de 16 a 99 y de “100 y más”). Estos grupos son, fundamentalmente dos: (i) la población en edad de trabajar de entre 16 años (edad legal de inicio de la actividad laboral) y 64-66 años (edad previa a la edad legal de jubilación en el horizonte de proyección) y (ii) la población de 65/67 (edad legal de jubilación en el horizonte de proyección) y más años
- Se fija el año base de la proyección en 2015, recuperándose los datos de la Seguridad Social para ese año

referidos a número de pensiones y pensión media, ambos para nuevas altas de pensión, bajas definitivas y totales (medias anuales), y otra información referida a salarios medios anuales, pensión media de las nuevas altas de jubilación.

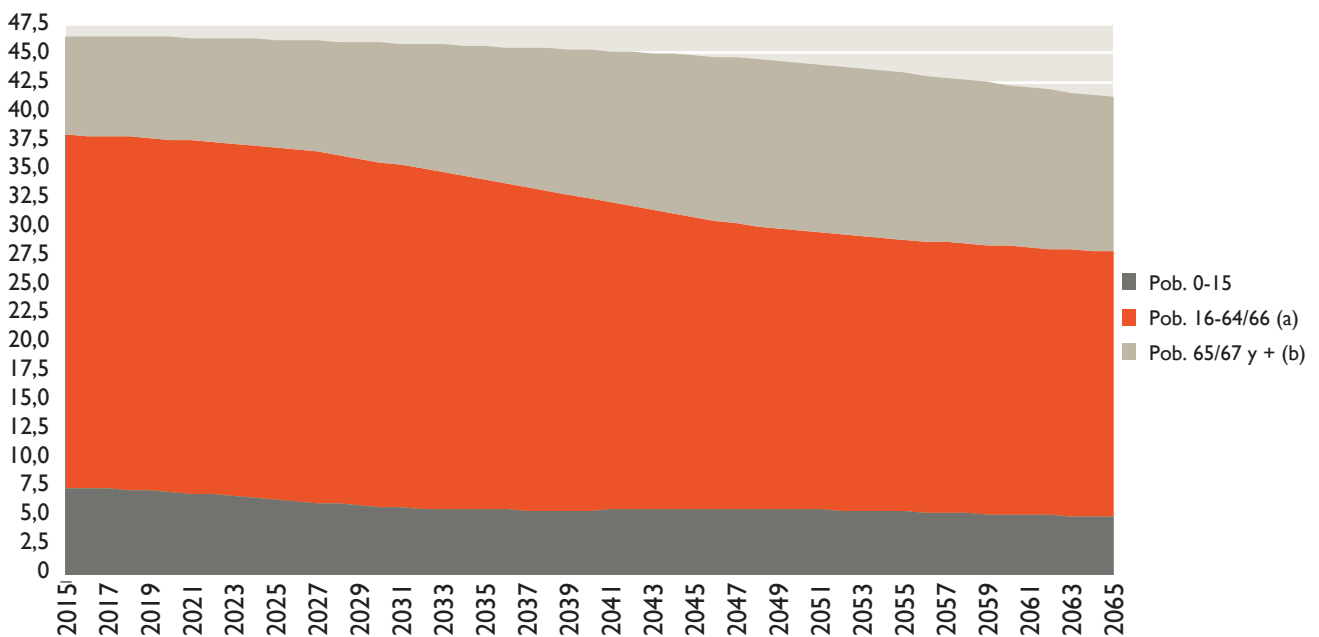
- Se realiza la proyección para el periodo 2016-2065 para afiliados y número de pensiones. En el caso de los primeros, se ha proyectado su evolución teniendo en cuenta la de la evolución del grupo de población en edad de trabajar y un escenario de incremento de las tasas de actividad y empleo coherentes con el logro del “pleno empleo en los alrededores del 5% de la población activa a partir de 2050 y siguientes. Los cálculos se han calibrado a partir de los datos de afiliación de trabajadores a la Seguridad Social para el año base (2015).
- En el caso del número de pensiones, se ha estimado para cada año el número de altas de pensiones sobre la base de la ratio entre nuevas altas de pensión y el grupo de población de entre 60 y 64/66 años de edad y, utilizando las probabilidades de supervivencia de la proyección de población del INE, se ha recuperado para cada año el número de pensiones ya causadas en el año precedente (de supervivientes), a la que se ha sumado el de las nuevas altas de pensión.
- Se realiza, además, la proyección de ingresos y gastos (y de saldo presupuestario y deuda) del sistema. En cuanto a los ingresos, sobre la masa de cotizaciones observada en el año base (2015), se obtienen bases de cotizaciones (efectivas) y cotizaciones (efectivas, al tipo del 28,3%) medias anuales para todo el periodo de proyección y se componen con el número de afiliados proyectado.
- Los gastos de pensiones, por su parte, se proyectan a partir de la proyección del número de pensiones y de la pensión media, en la que se tiene en cuenta tanto el Factor de Sostenibilidad como del Índice de Revalorización de las pensiones proyectados a partir de la evolución de sus componentes.
- El saldo presupuestario y el fondo de reserva/deuda del sistema se obtienen, respectivamente, como diferencia entre ingresos por cotizaciones (no se contemplan otros ingresos) y gastos por pensiones, por un lado, y como acumulación de saldos presupuestarios en el tiempo.

- Adicionalmente, se ofrece una proyección de los valores del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización de las Pensiones y de sus componentes para el periodo 2015-2060.
- Todas las magnitudes monetarias se expresan en euros de 2015.
- En la proyección se han tenido en cuenta las principales reformas recientes ya en vigor desde antes del año base (2015), en particular, el retraso de la edad de referencia de jubilación, el aumento del periodo de cómputo, el Factor de Sostenibilidad y el Índice de Revalorización de las Pensiones. La proyección se ha realizado bajo el supuesto de “legislación constante”, no habiéndose considerado ninguna otra nueva medida en el periodo de proyección.

### AI.3 Escenario demográfico

Las Proyecciones de Población recientemente publicadas por el INE (octubre 2016), al horizonte 2065, contemplan una progresiva reducción de la población española desde los 46,4 millones de 2015 hasta poco más de 41 millones en 2065. Esta caída (de 5,3 millones de efectivos) se produciría acrecentada en los grupos de edad de 0 a 15 años (unos 2,5 millones menos) y de 16 a 64/66 años (unos 6,9 millones, véanse notas al gráfico siguiente), aunque se verá compensada en buena medida por el aumento de los efectivos en el grupo de 65/67 y más años (unos 4,8 millones, véanse notas al gráfico siguiente). Aun así, la población de entre 60 y 65/67 años aumentaría en 743 mil efectivos en el periodo de la proyección, lo que indica una caída muy pronunciada en el periodo de la población en edad efectiva de trabajar (el grupo de entre 16 y 59 años, con un criterio actual).

Proyecciones de la población española por grandes grupos de edad (\*)



(a) Entre 2015 y 2027 este grupo de población va incorporando población de 65 y 66 años, por el aumento de la edad de referencia de la jubilación en el periodo hasta los 67 años. (b) Entre 2015 y 2027 este grupo de población excluye población de 65 y 66 años por el aumento de la edad de referencia de la jubilación en el periodo hasta los 67 años.

(\*) Véanse las notas explicativas al pie del gráfico. Con objeto de adecuar el escenario demográfico del modelo se han ido distribuyendo efectivos de edades 65 y 66 años desde el grupo “65/67 y +” al grupo “16-64/66”, de manera uniforme, en el periodo 2015-2027 para tener en cuenta el avance del retraso de la edad de jubilación en curso.

Fuente: Afi a partir de INE

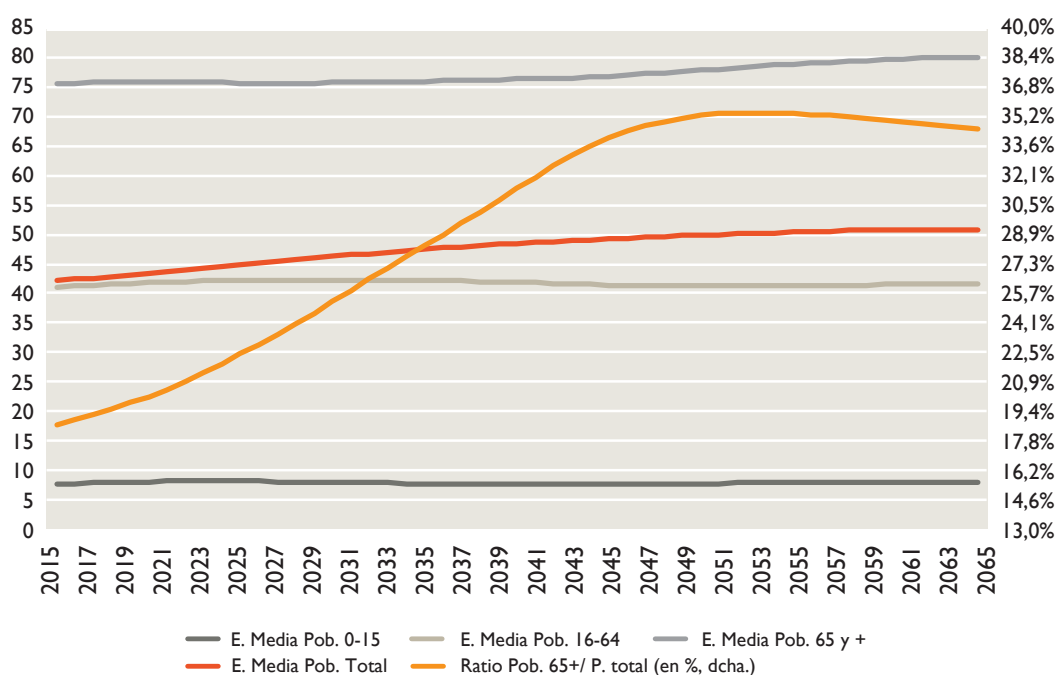
Esta demografía se declina pues en términos de un fuerte aumento de la población de edad, entre la que se encuentran los pensionistas, y un descenso todavía más intenso de la población en edad de trabajar, entre

la que se encuentran los afiliados que, en el sistema actual vigente en todo el horizonte de proyección, aportan los recursos para financiar las pensiones.

La población de edad (de 65/67 y más años), como puede apreciarse en el gráfico siguiente, representaría un porcentaje creciente del total de población pasando a estabilizarse alrededor del 35%, desde el 18,6% en 2015, a partir de 2050. Ello vendría acompañado de relevantes cambios en la edad media de la población y sus principales grupos de edad. Así, la edad media del conjunto de la población pasaría de los 42,1 años en 2015 a los 50,9 en 2065. Si bien, la edad media del grupo de entre 0 y 15 años apenas oscilaría en unos meses por

encima de los 7,5 años en todo el periodo de proyección y la edad media del grupo en edad de trabajar (16 a 64 años) seguiría una evolución similar entre los 40,1 años de 2015 y los 41,6 de 2065, la edad media de la población de 65 y más años vería su edad media pasar de los 75,7 años en 2015 a los 80,3 en 2065. El mayor aumento de la edad media de la población total se debe pues al considerable aumento del peso demográfico del grupo de más edad cuya edad media es, de hecho, la única que aumenta en la proyección del INE.

### Ratio de envejecimiento demográfico (a) y edades medias de los grandes grupos de población (años)



(a) La ratio de envejecimiento demográfico de una población es la relación entre la población de 65 y más años y la población total.

Fuente: Afi a partir de INE

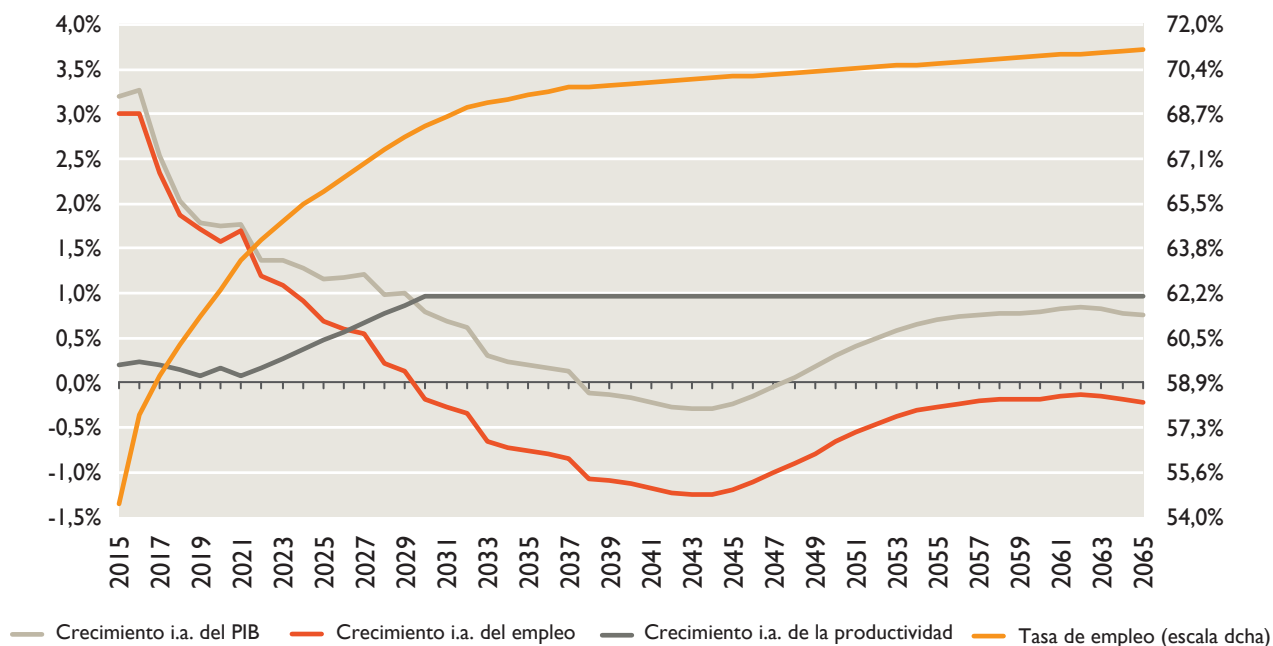
## AI.4 Escenario macroeconómico

La formulación de las proyecciones de efectivos de cotizantes y pensiones y de flujos de gastos e ingresos del sistema, y la expresión de estos últimos en porcentaje del PIB, en cada año del periodo considerado, requiere de la construcción de un escenario macroeconómico que contemple, al menos la evolución de empleo de la población activa (y una tasa de actividad que se mantiene prácticamente constante en la proyección), la inflación (el deflactor del PIB) y la productividad. A partir de estas bases puede obtenerse la evolución del empleo

(la afiliación), el PIB (nominal y real) y la tasa de paro.

En el gráfico siguiente se muestran las hipótesis básicas. De nuevo, no se trata de previsiones macroeconómicas, salvo para el periodo 2015-2021 (previsiones de Afi), sino de hipótesis exploratorias a las que únicamente se les pide una coherencia macroeconómica para que, entre otras, la tasa de desempleo no adquiera valores poco realistas. De hecho, para este último indicador (no representado en el gráfico), se ha adoptado el criterio de que, desde su nivel actual, descienda suavemente hasta niveles de “pleno empleo” (alrededor del 5%) en 2050.

## Escenario macroeconómico (hipótesis básicas)



Nota: Hasta 2021, se utiliza el escenario a medio plazo para la economía española vigente en Afi en el momento de producirse este informe. Para años posteriores, se utilizan hipótesis ad hoc que permitan una evolución progresiva de la tasa de desempleo hacia el "pleno empleo" en el entorno del 5% a partir de 2050 (ver texto principal de esta sección).

Fuente: Afi

Algunos rasgos de los que pueden observarse en el gráfico ameritan una explicación. En particular, la evolución del PIB y del empleo. En primer lugar, la intensa evolución de la tasa de empleo es necesaria para que el desempleo actual se vaya reduciendo, según las previsiones (de Afi), hasta 2021 y más allá hasta alcanzar la tasa de pleno empleo antes aludida. A pesar de la recuperación relativa del empleo y la tasa de paro, dada la fuerte caída de la población en edad de trabajar, se deriva una evolución del empleo que, alrededor de 2030, ya presentará tasas de variación negativas. En el gráfico anterior se muestra que, después de 2030, el empleo no recuperará tasas de variación interanual positivas en todo el periodo de proyección. El factor limitativo que determina este resultado es que la tasa de desempleo ya no podrá bajar más.

La tasa de variación del PIB es la suma de las tasas de variación del empleo y de la productividad. En el gráfico anterior también se muestra la hipótesis sobre la evolución de la productividad y la implicación sobre la evolución del PIB. La tasa de evolución de la productividad es enteramente ad hoc a partir de 2021, cuando finalizan las previsiones de Afi. Se hace que su evolución

sea creciente hasta que la variación de este indicador se estabiliza en 2030 en el 1% anual. La implicación de estas hipótesis para el crecimiento del PIB es que este crecimiento sería cada vez menor en lo sucesivo, alcanzando el 1% poco antes de 2030, pasando a ser negativo entre 2038 y 2048 y permaneciendo por debajo del 1% en lo sucesivo.

Puede sorprender que un escenario macroeconómico contemple un estancamiento tan acusado y duradero del PIB real, pero la causa de todo ello es la "falta de brazos" en las edades laborales de la población. Solamente un crecimiento mucho más intenso de la productividad evitaría que el PIB cayese, pero esa sería una hipótesis alternativa a explorar. En cualquier caso, la "advertencia" que se desprende de este ejercicio es que, más allá del ciclo económico ordinario (que no está presente en este escenario macroeconómico), la evolución esperable del empleo y la productividad no permiten descartar periodos largos en los que el PIB parezca estar estancado o en abierto declive. Sin que por ello, y esta es una segunda consideración relevante, ni el PIB por ocupado ni el PIB por habitante dejen de crecer, en principio, al mismo ritmo que lo hace la productividad.

## Al.5 Resumen de la proyección y escenario de tasas de sustitución

Los escenarios demográfico y macroeconómico que se acaban de describir permiten generar una proyección de afiliados, pensiones, ingresos, gastos, saldo y deuda

del sistema español de pensiones contributivas de Seguridad Social que se comenta a continuación. El cuadro siguiente es auto explicativo y recoge la evolución de los anteriores indicadores y varios otros derivados de ellos producidos por el modelo de proyección.

<b>Resumen proyección del sistema de pensiones contributivas de la SS</b>					
<b>Flujos Demográficos</b>	<b>2015</b>	<b>2035</b>	<b>2050</b>	<b>2065</b>	<b>Ratio 2065/2015</b>
Población total (a 1 de julio) (miles)	46.444	45.617	44.192	41.179	0,89
Población 16-64/66	30.510	28.438	24.012	22.871	0,75
Población de 60-64/66	2.733	4.952	3.590	3.476	1,27
Población de 65/67 y +	8.197	11.546	14.523	13.298	1,62
Pensiones (miles)	9.305	13.093	15.963	14.677	1,58
Afiliados (miles)	17.084	19.742	16.890	16.259	0,95
<b>Flujos Económicos (euros 2015)</b>					
Gastos contributivos del sistema (mill. euros)	121.158	151.856	183.536	171.304	1,41
Pensión media anual (euros)	12.415	11.371	11.272	11.242	0,91
Cotización media anual (euros)	6.146	6.850	7.918	9.151	1,49
Tasa de sustitución (altas de pensión)	67,7%	55,1%	50,7%	47,1%	0,70
Tasa de sustitución (pensión media)	57,2%	47,0%	40,3%	34,8%	0,61
Ingresos por cotizaciones (millones de euros)	105.000	135.239	133.731	148.791	1,42
Superávit (+) / Déficit (-) del sistema (mill. euros)	-16.158	-16.616	-49.805	-22.513	- -
Fondo de Reserva (+) / Deuda (-) (mill. euros)	25.000	-113.178	-664.706	-1.235.866	- -
<b>En porcentaje del PIB</b>					
Ingresos totales	9,68	9,68	9,68	9,68	1,00
Gastos totales	11,17	10,87	13,29	11,15	1,00
Superávit/Déficit	-1,49	-1,19	-3,61	-1,47	- -
Fondo de Reserva/Deuda	2,31	-8,10	-48,14	-80,44	- -
Ratio Afiliados/Pensiones	1,84	1,51	1,06	1,11	0,60
<b>PRO Memoria (euros 2015)</b>					
PIB (millones de euros)	1.084.218	1.396.464	1.380.895	1.536.401	1,42
PIB por afiliado (euros)	63.465	70.737	81.758	94.497	1,49
PIB por habitante (euros)	23.345	30.613	31.248	37.310	1,60

Fuente: Afi a partir de INE y MEYSS

Como puede observarse en el cuadro anterior, la evolución demográfica ya comentada se traduce en proyecciones de flujos de afiliados y pensiones de la Seguridad Social que implican que, en el periodo de proyección, el número de afiliados sería un 5% menor habiendo alcanzado un máximo ligeramente superior a los 20 millones entre 2025 y 2033 (años no presentados en el cuadro) mientras que el número de pensiones experimentaría un aumento del 58%, habiendo rozado los 16 millones alrededor de 2050. Estos desarrollos incorporan ya los efectos del retraso de la edad de jubilación entre 2015 y 2027.

Por su parte, los flujos de ingresos y gastos contributivos del sistema seguirían un curso derivado de los desarrollos a los que se acaba de aludir, aunque incorporando, más específicamente, los efectos de la operación del Índice de Revalorización de las Pensiones (desde 2015 y en lo sucesivo, véase la sección siguiente), de la introducción del Factor de Sostenibilidad (en 2019 y siguientes) y de la ampliación del periodo de cómputo de la base reguladora de la pensión (entre 2015 y 2023). Este curso determina que, los gastos por pensiones contributivas y los ingresos por cotizaciones sociales acaben el



periodo de proyección con un incremento muy similar al del PIB, no sin sufrir oscilaciones de cierta entidad que se comentarán más abajo en esta misma sección.

Hay que destacar este resultado que se debe, casi exclusivamente, a la operación del Factor de Sostenibilidad y, especialmente, del Índice de Revalorización de las Pensiones e implica una cierta sostenibilidad del sistema de pensiones que se comenta con más detalle en la sección siguiente.

Esta cierta sostenibilidad se logra a costa de estabilizar, en la práctica la pensión media que, en el periodo, incluso, desciende un 9% mientras la cotización media aumenta en línea con el PIB (un 49% la cotización media y un 42% los ingresos por cotizaciones) debido a su estrecha vinculación al salario medio de la economía, que mantiene una evolución similar la del PIB real.

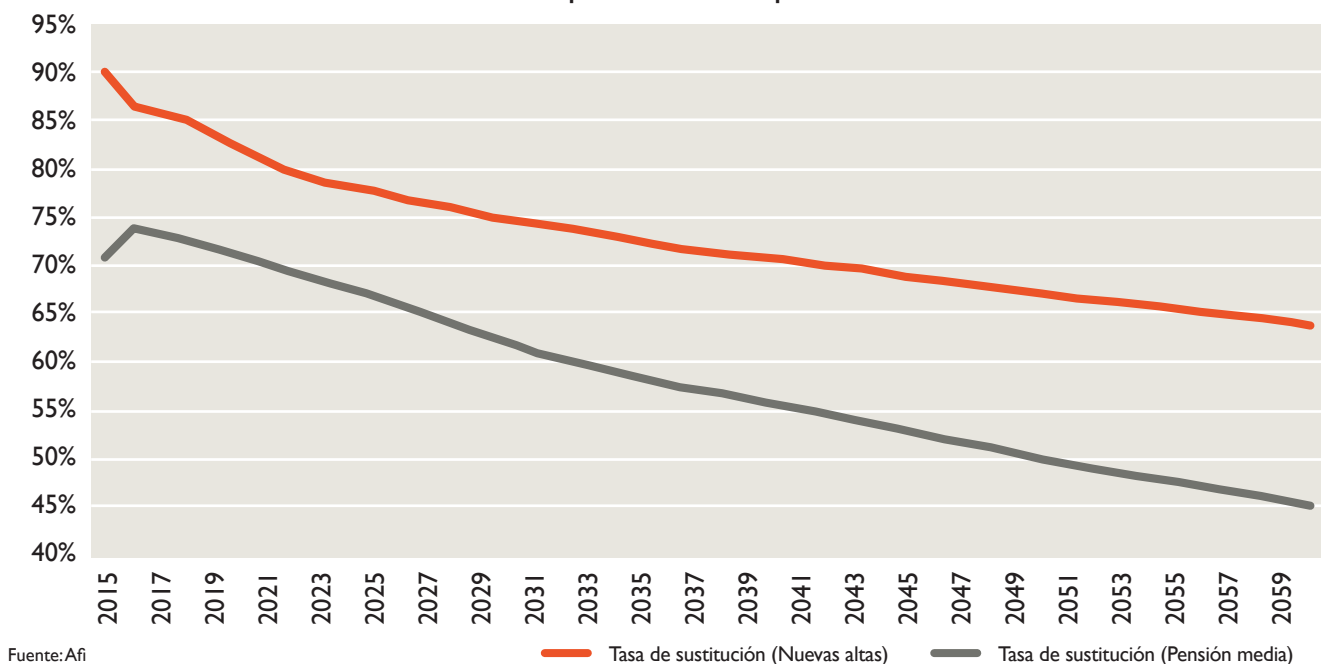
La medida del esfuerzo que este grado de sostenibilidad impone a las pensiones la da la evolución de la denominada “tasa de sustitución” (de la pensión respecto al salario) que también se ofrecen en el cuadro anterior. En efecto, usando este indicador en términos efectivos (pensión media total en % de la base de cotización media, también arrojada por la proyección) se obtiene una tasa del 57,2% en 2015, que se habría reducido hasta el 34,8% en 2065. Otro indicador similar, aunque más cercano al concepto exacto de tasa de sustitución (pensión de jubilación recién causada en % del salario perdido

con motivo de la jubilación), es el de la “tasa de sustitución de las nuevas altas” (pensión de las nuevas altas en % de la cotización media) que, como también puede observarse en el cuadro anterior, pasaría del 67,7% en 2015 al 47,1% en 2065.

Para acabar de visualizar lo que podría suceder con la tasa de sustitución actualmente observada en el sistema español se ha trasladado el ritmo de ajuste de las tasas de sustitución recién comentadas (la de las nuevas altas de pensión) a una tasa equivalente obtenida mediante la ratio entre la pensión media de jubilación de las nuevas altas del Régimen General de la Seguridad Social, observada para 2015, y el coste salarial ordinario de la Encuesta Trimestral de Costes Laborales del IN, también en 2015.

La tasa de sustitución así obtenida es de 89,5% para 2015 y disminuiría sostenidamente hasta el 63,9 en 2065, una caída de 25,6 puntos porcentuales en el periodo. El gráfico siguiente muestra la evolución de esta tasa de sustitución. Los factores que están detrás de esta evolución de la tasa de sustitución afectan al numerador, es decir, a la pensión de las nuevas altas de jubilación y son el aumento del Periodo de Cómputo de la base reguladora de la pensión (desde los 1años en 2015 hasta los 25 en 2022) y el Factor de Sostenibilidad que se introduce en 2019 y causa efectos en todo el periodo de proyección, tomando el relevo del primer factor mencionado, que deja de tener efectos adicionales en 2023.

### Escenario de tasas de sustitución de las pensiones – España 2015-2060



Fuente: Afi

Este escenario de evolución de tasas de sustitución encierra la clave de la sostenibilidad del sistema de pensiones contributivas (véase la sección siguiente), ya que limita el gasto en pensiones adecuándolo a los ingresos por cotizaciones por la vía de la pérdida de poder adquisitivo de las pensiones. Pero, a su vez, esta capacidad de lograr la sostenibilidad depende de la hipótesis de inflación, que se ha establecido en el 2% a partir de 2020 pero que ya viene siendo positiva y creciente desde 2017 en el escenario macroeconómico.

A su vez, este escenario de tasas de sustitución es la base sobre la que se construye el análisis del Capítulo 4 precedente sobre el desarrollo de un sistema de rentas complementarias de jubilación que compensen esta pérdida de poder adquisitivo preservando los niveles de la tasa de sustitución observada en el año base.

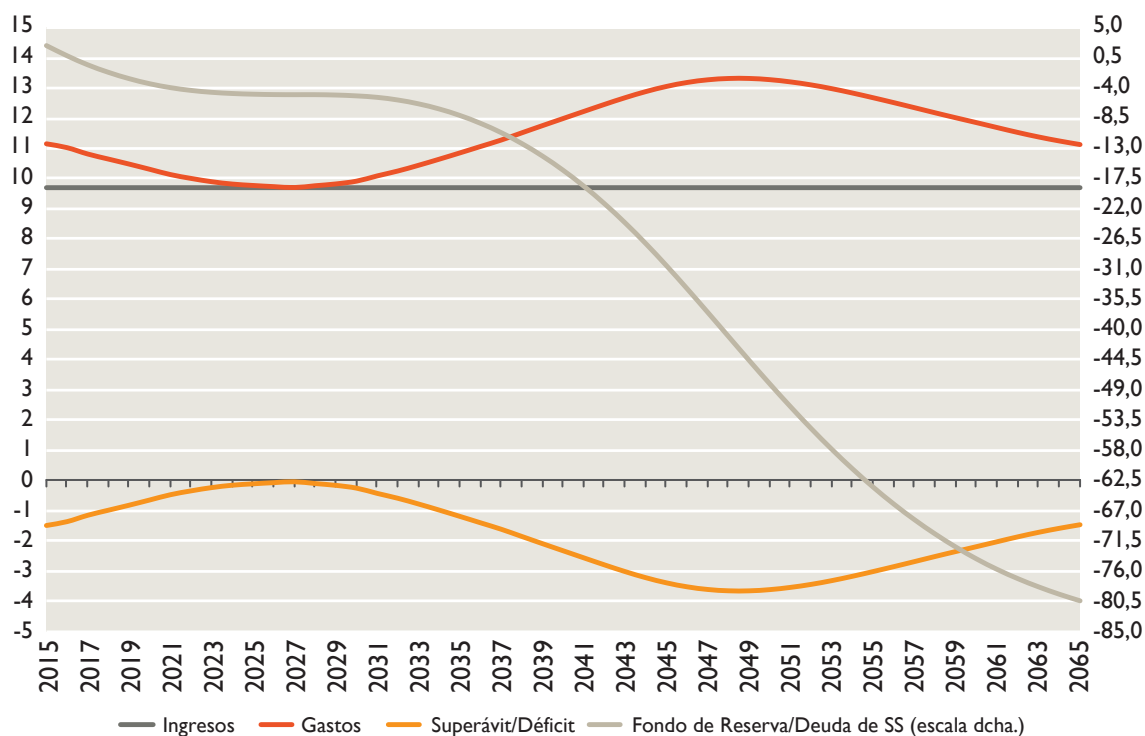
## Al.6 Sostenibilidad del sistema de pensiones contributivas

Es inmediato definir la sostenibilidad del sistema de pensiones como la permanente adecuación de sus gastos

a los recursos disponibles. Esta adecuación no tiene por qué producirse en cada ejercicio, aunque sí en cómputo plurianual, de forma que, aun dándose oscilaciones cíclicas de carácter macroeconómico o demográfico, el sistema no vaya generando un fondo de deuda creciente. Por otra parte, el sistema puede incorporar recursos por varias vías y no únicamente por la vía de las cotizaciones sociales sobre los salarios. En este caso, el criterio de sostenibilidad se diluye en el marco presupuestario general en la medida en que los recursos adicionales provengan de los impuestos generales.

La proyección que se viene describiendo en este anexo introduce el primero de los criterios de sostenibilidad y, con arreglo a los resultados ya comentados, pero que se describen con más detalle en esta sección, debe decirse que la sostenibilidad del sistema español de pensiones contributivas queda restablecida en el horizonte de 2030, pero que, a partir de este año, la transición masiva de las generaciones nacidas durante el baby-boom español hacia la jubilación compromete severamente la sostenibilidad del sistema a pesar de que las reformas adoptadas entre 2011 y 2013 limitarían claramente la ratio de gasto del sistema de pensiones (en porcentaje del PIB), lo que sí es un logro que debe reconocérsele a dichas reformas.

### Claves de la sostenibilidad futura del sistema español de pensiones contributivas (magnitudes en porcentaje del PIB)



Fuente: Afi a partir de MEYSS

En efecto, el gráfico anterior muestra la evolución de las partidas de gastos e ingresos del sistema de pensiones español en el periodo de proyección en porcentaje del PIB, así como el saldo presupuestario resultante de las anteriores y la acumulación de dichos saldos en el tiempo que, en función del signo que adquiriera dicho stock denominaremos “Fondo de Reserva” o “Deuda” de la Seguridad Social.

Puede observarse que, de acuerdo a las hipótesis adoptadas en el ejercicio de proyección, la evolución de gastos e ingresos corrientes del sistema de pensiones, en la actualidad en déficit, determina que se alcance el equilibrio entre ambas partidas alrededor de 2027, es decir, en una década. Hasta poco después de dicho año, alrededor de 2030, la Seguridad Social (solo pensiones contributivas) habría acumulado una deuda de algo más del 4% del PIB que vendría siendo estable en dicho nivel en toda la década precedente.

Claro es, por lo tanto, que, hasta entonces, las reformas adoptadas habrían logrado devolver al sistema a una situación de equilibrio entre los gastos y los ingresos por la vía de adecuar los primeros a los segundos.

Poco después de 2030, sin embargo, y a pesar de que el FS y el IRP (véase la sección siguiente) siguen actuando plenamente, el fuerte aumento de las jubilaciones de los *baby-boomers* y el continuado descenso del número de afiliados, volverían a abrir la brecha del déficit. Aunque las medidas antes comentadas sí lograrían contener el gasto ligeramente por encima del 13% del PIB, devolviéndolo incluso a sus niveles actuales, la naturaleza del mecanismo que causa los ingresos por cotizaciones (virtualmente, un porcentaje fijo del PIB), ello no evitaría la generación de déficits, igualmente contenidos, no obstante, que acabarían generando, a su vez, una deuda de Seguridad Social equivalente al 80,5% del PIB en 2065.

## A1.7 Proyección del FS y del IRP

Sin lugar a dudas, como ya se ha indicado repetidamente, las dos medidas con mayor capacidad para lograr la sostenibilidad del sistema de pensiones son el Factor de Sostenibilidad (FS) y el Índice de Revalorización de las Pensiones (IRP). En esta sección se presenta la proyección de estos dos elementos tan relevantes descompuestos en cada uno de los factores que determinan sus respectivos valores.

Como es bien sabido, la aplicación del IRP está condicionada por las limitaciones que inmunizan en una cierta medida al pensionista, en el caso de que el IRP adquiriera valores excesivamente desfavorables para ellos, y al sistema de pensiones, en el caso de que suceda lo contrario. En concreto, si el IRP adquiriese valores inferiores al 0,25% de revalorización de las pensiones, sería este suelo el que marcaría dicha revalorización, mientras que si el IRP adquiriese valores superiores a la inflación del año transcurrido más un 0,5%, sería la suma de estos dos factores, el techo, la que determinaría dicha revalorización.

Si bien el IRP, desnudo del suelo y el techo que se acaban de describir, implica la desaparición del IPC en la fórmula de revalorización de las pensiones, la asignación de los mencionados suelo y techo implican, cada uno a su manera, la vuelta de aquel indicador. Cuando al IRP adquiere un valor inferior al de la inflación del IPC, las pensiones pierden poder adquisitivo, ello perjudica al pensionista, pero estabiliza y beneficia al sistema de pensiones, haciéndolo más sostenible, al tiempo que el suelo del 0,25% limita el impacto sobre el pensionista. Cuando el IRP supera a la inflación del IPC, las pensiones ganan poder adquisitivo, lo que favorece al pensionista, pero desestabiliza al sistema, reduciendo su grado de sostenibilidad, al tiempo que este deterioro se ve limitado por el 0,5% en el que la revalorización puede superar a la inflación, en su caso.

El cuadro siguiente muestra la evolución proyectada del FS, el IRP y sus respectivos componentes. Puede observarse inmediatamente que tanto el FS como el IRP (desprovisto del suelo y el techo) actuarían en todo el periodo de proyección en el sentido de reducir las pensiones de las nuevas altas en el momento de su causación y, una vez causadas, todas las pensiones en cada uno de los años del periodo.

En efecto, en lo que se refiere al FS la esperanza de vida generacional aumenta de manera casi lineal, según la hipótesis del INE, de forma que a lo largo del tiempo estos aumentos van acumulándose en detrimento del valor nominal de las pensiones de las nuevas altas. En 2060, la reducción de la pensión media de las nuevas altas, debida a la acumulación de las ganancias en la esperanza de vida, alcanzaría el 23,6%. Por su parte, solo en años puntuales, los componentes del IRP toman valores favorables a los pensionistas y, una vez combinados según la fórmula precisa de este índice, determinan valores negativos del IRP en todos los años de la proyección, por lo

que el suelo del 0,25% interviene en cada uno de ellos desde el principio. Al contemplarse una inflación superior a este suelo desde 2017 en adelante, las pensiones

sufren también este relevante efecto y las tasas de sustitución acaban reflejando un importante deterioro del poder adquisitivo de las mismas.

Aplicación del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización de las Pensiones														
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
Factor de Sostenibilidad (a)				1,000	0,9928	0,9857	0,9517	0,9208	0,8927	0,8671	0,8438	0,8225	0,8026	0,7831
Componentes del FS														
Esperanza de vida a los 67 años				19,58	19,72	19,85	20,51	21,14	21,76	22,35	22,92	23,47	24,00	24,54
Cociente quinquenal de la esperanza de vida					0,993	0,993	0,993	0,994	0,994	0,994	0,995	0,995	0,995	0,995
IRP restringido (b)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
IRP sin restricciones (c)	-3,72%	-3,56%	-3,41%	-2,74%	-1,54%	-0,88%	-1,37%	-3,23%	-5,87%	-7,95%	-8,68%	-7,78%	-6,15%	-4,65%
Componentes del IRP														
Variación de los ingresos	0,892%	1,145%	1,285%	1,790%	2,443%	2,310%	1,259%	0,761%	0,246%	-0,113%	-0,106%	0,266%	0,635%	0,778%
Variación del nº de pensiones	1,284%	1,244%	1,216%	1,220%	1,205%	1,214%	1,630%	2,167%	2,223%	1,770%	1,079%	0,238%	-0,393%	-0,688%
Efecto de Sustitución (d)	1,796%	1,638%	1,488%	1,362%	1,232%	0,787%	0,887%	1,270%	1,600%	1,729%	1,672%	1,631%	1,723%	1,926%
Saldo del sistema ((Ingresos-Gastos)/Gastos)	-6,13%	-7,31%	-7,98%	-7,80%	-6,18%	-4,77%	-0,43%	-2,21%	-9,16%	-17,37%	-23,29%	-24,72%	-21,81%	-16,76%
Alfa (e)	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Pro memoria: hipótesis de tasa de inflación	-0,5%	-0,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

(a) Entra en vigor en 2019. Se obtiene acumulando la variación interanual de la esperanza de vida a los 67 años con base en 2018  
 (b) Aplicando el suelo previsto en la normativa del 0,25% si su cálculo arroja valores inferiores a dicho suelo (ver nota (d) y filas inferiores)  
 (c) El IRP que correspondería al cálculo estricto fijado en la normativa en cada año  
 (d) Variación interanual porcentual de la pensión media del sistema en ausencia de revalorización  
 (e) Factor comprendido entre 0,25 y 0,33 que traslada el signo e importe del saldo presupuestario del sistema de pensiones al IRP. No varía en esta estimación  
 Fuente: Afi a partir de INE y MEYS

## Al.8 Comentario de los resultados

Los resultados comentados en las secciones anteriores indican que el sistema de pensiones contributivas es pañol alcanzaría la plena sostenibilidad en el medio plazo, gracias a las reformas introducidas en 2011 y 2013, pero que estas, aun conteniendo en buena medida el avance de los gastos del sistema, serían incapaces de evitar la acumulación de una deuda de Seguridad Social que podría llegar al 80% del PIB en 2065. Además, a legislación constante, esta sostenibilidad comprometida a más largo plazo, implicaría una relevante pérdida de poder adquisitivo de las pensiones en el plano agregado del sistema que sería aún más grave en cada caso particular (véase el Capítulo 3 del texto principal). De ahí la necesidad y, a la vez, la oportunidad que brinda el margen de tiempo identificado, de establecer un sistema de rentas complementarias de jubilación, instrumentadas eventualmente mediante rentas vitalicias, que compensen el deterioro de las pensiones que puede anticiparse en estudios como el presente.

Otras estimaciones de los efectos de las reformas de 2011 y 2013 han arrojado resultados muy similares a los que se han comentado en este anexo. En particular, las propias estimaciones del Gobierno de España recogidas en el Ageing Report 2015 de la Comisión de la UE (UE, 2016) identificaban claramente la contención del gasto en pensiones (en % del PIB, entre límites del 11,8% (en 2013) y el 11,0% (en 2060) que alcanzan un máximo del 12,5% en 2045. Las proyecciones de la tasa de sustitución (denominada *benefit rate*, en el informe) contemplan que esta descienda desde el 59,7% en 2013 hasta el 39,8% en 2060, una caída de 19,9 puntos porcentuales, también muy similar a la que resulta del ejercicio comentado en este informe. Por su parte, los trabajos recientes de expertos y académicos también muestran plena coincidencia en el diagnóstico básico de la contención de la ratio de gasto en pensión en proporción al PIB y el papel determinante del FS y el IRP (que se mantendría también en valores negativos en el periodo de proyección) en el logro de esta contención, aunque siguen alertando de las crecientes dificultades para la sostenibilidad del sistema pasada la jubilación de los *baby-boomers*.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Véanse, a este respecto, los trabajos de Sánchez-Martín (2014), Díaz-Jiménez y Díaz-Saavedra (2016), Devesa et al (2016) y Conde-Ruiz y González (2013).



Resumen de la  
metodología  
Input-Output

Desde una perspectiva funcional, las TIO analizan la actividad económica de los sectores productivos o ramas de actividad agregadas más relevantes de la economía (normalmente entre 50 y 100 grandes grupos de actividades productivas), centrándose en el proceso de compras y ventas intersectoriales y en la satisfacción de la demanda final, además de la coherencia entre producción total (equivalente a la facturación de las unidades productivas), rentas (o su equivalente, el Valor Añadido Bruto) y empleo.

Las tablas input-output son el elemento de partida para la obtención de las medidas de impacto, y se definen como el instrumento estadístico-contable, con amplia desagregación sectorial, que recoge los flujos de operaciones de producción y distribución de un determinado país o región en un periodo de tiempo determinado entre dichos sectores clientes-suministradores, así como una desagregación sectorial de la demanda final y de los inputs primarios (trabajo y capital) del mismo. Su finalidad es realizar una descripción sistemática de la economía, sus componentes sectoriales, funcionales e institucionales y sus relaciones con otras economías. En España, el organismo encargado de proveer esta información es el INE (Instituto Nacional Español), siendo las últimas disponibles relativas al año 2010.

Entre la amplia variedad de enfoques que se han desarrollado a partir del modelo básico Input/Output y que han ampliado sustancialmente el alcance del análisis, se ha optado por la aplicación del denominado modelo de demanda, que permite estudiar las consecuencias que las variaciones acaecidas en agregados como el consumo final de bienes y servicios de los hogares, el consumo de bienes y servicios por parte de las empresas para su proceso productivo, o la propia inversión en bienes de capital tienen sobre otros agregados como la producción total, el valor añadido bruto, la renta (que incluye, salarios y rentas del capital, de la propiedad, beneficios y remuneración de trabajadores no asalariados) y el empleo. Estos impactos se estudian a través de los efectos directos, indirectos e inducidos, comentados anteriormente.

Los efectos directos son los que se producen en los sectores que tienen contacto directo con los pensionistas, cuando atienden la demanda que les llega de este colectivo. De esta forma, dichos sectores recibirían un *shock* de demanda al ver mermada la capacidad de compra de una parte cada vez más relevante de sus consumidores. El impacto, por tanto, se repercute tanto al sector

servicios compuesto por los comercios que atienden directamente a los usuarios, como a empresas energéticas o de telecomunicaciones que proveen bienes y servicios al colectivo.

Los efectos indirectos son los que se dan como consecuencia de los consumos intermedios que realizan los sectores descritos anteriormente en todas las demás áreas de la economía, que a su vez actúan como suministradores de bienes y servicios los primeros. El *shock* descrito anteriormente afecta a las empresas proveedoras de suministros, que ven mermados los pagos debidos a las compras realizadas por las empresas que atienden la demanda de los consumidores de forma directa y, por tanto, su facturación. Esto obliga a los proveedores a reducir a su vez su producción y el empleo. Aquí se hallan los efectos indirectos, que están íntimamente ligados a las relaciones económicas intersectoriales y en definitiva, a la estructura económica del país que las define. En el caso de la cobertura de la demanda de este colectivo de jubilados, los servicios asociados, o efectos indirectos, se expanden a gran parte de los sectores de la economía.

Los efectos inducidos se producen como consecuencia del uso de las rentas generadas en el impacto directo e indirecto para la compra de bienes y servicios (finales, de consumo e inversión) al conjunto de actividades de la economía. Los efectos inducidos, por tanto, afectan a todos los sectores de la economía en función de cómo se distribuyen las rentas generadas por los anteriores efectos en las diferentes partidas de demanda final de bienes de consumo e inversión. Así, los trabajadores de estas empresas que dejan de percibir un salario por esa reducción en la producción pueden destinar su renta a comprar una menor cantidad de bienes y servicios, o al ahorro. El impacto inducido, por consiguiente, mostrará la reducción en la producción “inducida” y el empleo asociados a la misma, desencadenando, a su vez, nuevas oleadas de actividad, gasto y renta más reducidas.

Para el cálculo del impacto directo, el *shock* introducido sobre la economía, de 2,6 puntos porcentuales del PIB, se reparten sobre el conjunto de los sectores que componen la actividad económica a través de la asignación de gasto de los hogares propuesta por las propias tablas Input- Output.

En el caso de los impactos indirecto e inducido, el cálculo tiene en cuenta la relación entre el VAB y la



producción, cuya variabilidad a lo largo del tiempo es reducida, y la ratio de productividad (VAB por ocupado), para el cálculo del empleo. En este último caso, se ha supuesto una relación intersectorial de productividad constante, actualizando la información de partida de las tablas, disponibles para 2010, a la existente en el año 2015.



# El marco tributario de referencia para las rentas vitalicias

## AIII.1 Ley del IRPF (Artículo 25)

### Artículo 25. Rendimientos íntegros del capital mobiliario.

Tendrán la consideración de rendimientos íntegros del capital mobiliario los siguientes:

1. Rendimientos obtenidos por la participación en los fondos propios de cualquier tipo de entidad.

Quedan incluidos dentro de esta categoría los siguientes rendimientos, dinerarios o en especie:

- a) Los dividendos, primas de asistencia a juntas y participaciones en los beneficios de cualquier tipo de entidad.
- b) Los rendimientos procedentes de cualquier clase de activos, excepto la entrega de acciones liberadas que, estatutariamente o por decisión de los órganos sociales, faculden para participar en los beneficios, ventas, operaciones, ingresos o conceptos análogos de una entidad por causa distinta de la remuneración del trabajo personal.
- c) Los rendimientos que se deriven de la constitución o cesión de derechos o facultades de uso o disfrute, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, sobre los valores o participaciones que representen la participación en los fondos propios de la entidad.
- d) Cualquier otra utilidad, distinta de las anteriores, procedente de una entidad por la condición de socio, accionista, asociado o partícipe.
- e) La distribución de la prima de emisión de acciones o participaciones. El importe obtenido minorará, hasta su anulación, el valor de adquisición de las acciones o participaciones afectadas y el exceso que pudiera resultar tributará como rendimiento del capital mobiliario.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, en el caso de distribución de la prima de emisión correspondiente a valores no admitidos a negociación en alguno de los mercados regulados de valores definidos en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y representativos

de la participación en fondos propios de sociedades o entidades, cuando la diferencia entre el valor de los fondos propios de las acciones o participaciones correspondiente al último ejercicio cerrado con anterioridad a la fecha de la distribución de la prima y su valor de adquisición sea positiva, el importe obtenido o el valor normal de mercado de los bienes o derechos recibidos se considerará rendimiento del capital mobiliario con el límite de la citada diferencia positiva.

A estos efectos, el valor de los fondos propios a que se refiere el párrafo anterior se minorará en el importe de los beneficios repartidos con anterioridad a la fecha de la distribución de la prima de emisión, procedentes de reservas incluidas en los citados fondos propios, así como en el importe de las reservas legalmente indisponibles incluidas en dichos fondos propios que se hubieran generado con posterioridad a la adquisición de las acciones o participaciones.

El exceso sobre el citado límite minorará el valor de adquisición de las acciones o participaciones conforme a lo dispuesto en el primer párrafo de esta letra e).

Cuando por aplicación de lo dispuesto en el párrafo segundo de esta letra e) la distribución de la prima de emisión hubiera determinado el cómputo como rendimiento del capital mobiliario de la totalidad o parte del importe obtenido o del valor normal de mercado de los bienes o derechos recibidos, y con posterioridad el contribuyente obtuviera dividendos o participaciones en beneficios conforme al artículo 25.1 a) de esta Ley procedentes de la misma entidad en relación con acciones o participaciones que hubieran permanecido en su patrimonio desde la distribución de la prima de emisión, el importe obtenido de los dividendos o participaciones en beneficios minorará, con el límite de los rendimientos del capital mobiliario previamente computados que correspondan a las citadas acciones o participaciones, el valor de adquisición de las mismas conforme a lo dispuesto en el primer párrafo de esta letra e).

2. Rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios.

Tienen esta consideración las contraprestaciones de todo tipo, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, dinerarias o en especie, como los intereses y cualquier otra forma de retribución pactada como remuneración por tal cesión, así como las derivadas de

la transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de cualquier clase de activos representativos de la captación y utilización de capitales ajenos.

a) En particular, tendrán esta consideración:

1. Los rendimientos procedentes de cualquier instrumento de giro, incluso los originados por operaciones comerciales, a partir del momento en que se endose o transmita, salvo que el endoso o cesión se haga como pago de un crédito de proveedores o suministradores.
2. La contraprestación, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, derivada de cuentas en toda clase de instituciones financieras, incluyendo las basadas en operaciones sobre activos financieros.
3. Las rentas derivadas de operaciones de cesión temporal de activos financieros con pacto de recompra.
4. Las rentas satisfechas por una entidad financiera, como consecuencia de la transmisión, cesión o transferencia, total o parcial, de un crédito titularidad de aquélla.

b) En el caso de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de valores, se computará como rendimiento la diferencia entre el valor de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de los mismos y su valor de adquisición o suscripción.

Como valor de canje o conversión se tomará el que corresponda a los valores que se reciban.

Los gastos accesorios de adquisición y enajenación serán computados para la cuantificación del rendimiento, en tanto se justifiquen adecuadamente.

Los rendimientos negativos derivados de transmisiones de activos financieros, cuando el contribuyente hubiera adquirido activos financieros homogéneos dentro de los dos meses anteriores o posteriores a dichas transmisiones, se integrarán a medida que se transmitan los activos financieros que permanezcan en el patrimonio del contribuyente.

3. Rendimientos procedentes de operaciones de capitalización, de contratos de seguro de vida o invalidez y de rentas derivadas de la imposición de capitales.

a) Rendimientos dinerarios o en especie procedentes de operaciones de capitalización y de contratos de seguro de vida o invalidez, excepto cuando, con arreglo a lo previsto en el artículo 17.2.a) de esta Ley, deban tributar como rendimientos del trabajo.

En particular, se aplicarán a estos rendimientos de capital mobiliario las siguientes reglas:

1. Cuando se perciba un capital diferido, el rendimiento del capital mobiliario vendrá determinado por la diferencia entre el capital percibido y el importe de las primas satisfechas.

No obstante lo anterior, si el contrato de seguro combina la contingencia de supervivencia con las de fallecimiento o incapacidad y el capital percibido corresponde a la contingencia de supervivencia, podrá detrarse también la parte de las primas satisfechas que corresponda al capital en riesgo por fallecimiento o incapacidad que se haya consumido hasta el momento, siempre que durante toda la vigencia del contrato, el capital en riesgo sea igual o inferior al cinco por ciento de la provisión matemática. A estos efectos se considera capital en riesgo la diferencia entre el capital asegurado para fallecimiento o incapacidad y la provisión matemática.

2. En el caso de rentas vitalicias inmediatas, que no hayan sido adquiridas por herencia, legado o cualquier otro título sucesorio, se considerará rendimiento de capital mobiliario el resultado de aplicar a cada anualidad los porcentajes siguientes:

- 40 por ciento, cuando el perceptor tenga menos de 40 años.
- 35 por ciento, cuando el perceptor tenga entre 40 y 49 años.
- 28 por ciento, cuando el perceptor tenga entre 50 y 59 años.
- 24 por ciento, cuando el perceptor tenga entre 60 y 65 años.
- 20 por ciento, cuando el perceptor tenga entre 66 y 69 años.
- 8 por ciento, cuando el perceptor tenga más de 70 años.

Estos porcentajes serán los correspondientes a la edad del rentista en el momento de la constitución de la renta y permanecerán constantes durante toda su vigencia.

3. Si se trata de rentas temporales inmediatas, que no hayan sido adquiridas por herencia, legado o cualquier otro título sucesorio, se considerará rendimiento del capital mobiliario el resultado de aplicar a cada anualidad los porcentajes siguientes:

- 12 por ciento, cuando la renta tenga una duración inferior o igual a 5 años.
- 16 por ciento, cuando la renta tenga una duración superior a 5 e inferior o igual a 10 años.
- 20 por ciento, cuando la renta tenga una duración superior a 10 e inferior o igual a 15 años.
- 25 por ciento, cuando la renta tenga una duración superior a 15 años.

4. Cuando se perciban rentas diferidas, vitalicias o temporales, que no hayan sido adquiridas por herencia, legado o cualquier otro título sucesorio, se considerará rendimiento del capital mobiliario el resultado de aplicar a cada anualidad el porcentaje que corresponda de los previstos en los números 2.º) y 3.º) anteriores, incrementado en la rentabilidad obtenida hasta la constitución de la renta, en la forma que reglamentariamente se determine. Cuando las rentas hayan sido adquiridas por donación o cualquier otro negocio jurídico a título gratuito e inter vivos, el rendimiento del capital mobiliario será, exclusivamente, el resultado de aplicar a cada anualidad el porcentaje que corresponda de los previstos en los números 2.º) y 3.º) anteriores.

No obstante lo previsto en el párrafo anterior, en los términos que reglamentariamente se establezcan, las prestaciones por jubilación e invalidez percibidas en forma de renta por los beneficiarios de contratos de seguro de vida o invalidez, distintos de los establecidos en el artículo 17.2. a), y en los que no haya existido ningún tipo de movilización de las provisiones del contrato de seguro durante su vigencia, se integrarán en la base imponible del impuesto, en concepto de rendimientos del capital mobiliario, a partir del momento en que su cuantía exceda de las primas que hayan sido satisfechas en virtud del contrato o, en el caso de que la renta haya sido adquirida por

donación o cualquier otro negocio jurídico a título gratuito e inter vivos, cuando excedan del valor actual actuarial de las rentas en el momento de la constitución de éstas. En estos casos no serán de aplicación los porcentajes previstos en los números 2.º) y 3.º) anteriores. Para la aplicación de este régimen será necesario que el contrato de seguro se haya concertado, al menos, con dos años de anterioridad a la fecha de jubilación.

5. En el caso de extinción de las rentas temporales o vitalicias, que no hayan sido adquiridas por herencia, legado o cualquier otro título sucesorio, cuando la extinción de la renta tenga su origen en el ejercicio del derecho de rescate, el rendimiento del capital mobiliario será el resultado de sumar al importe del rescate las rentas satisfechas hasta dicho momento y de restar las primas satisfechas y las cuantías que, de acuerdo con los párrafos anteriores de este apartado, hayan tributado como rendimientos del capital mobiliario. Cuando las rentas hayan sido adquiridas por donación o cualquier otro negocio jurídico a título gratuito e inter vivos, se restará, adicionalmente, la rentabilidad acumulada hasta la constitución de las rentas.

6. Los seguros de vida o invalidez que prevean prestaciones en forma de capital y dicho capital se destine a la constitución de rentas vitalicias o temporales, siempre que esta posibilidad de conversión se recoja en el contrato de seguro, tributarán de acuerdo con lo establecido en el primer párrafo del número 4.º anterior. En ningún caso, resultará de aplicación lo dispuesto en este número cuando el capital se ponga a disposición del contribuyente por cualquier medio.

b) Las rentas vitalicias u otras temporales que tengan por causa la imposición de capitales, salvo cuando hayan sido adquiridas por herencia, legado o cualquier otro título sucesorio. Se considerará rendimiento del capital mobiliario el resultado de aplicar a cada anualidad los porcentajes previstos por los números 2.º) y 3.º) de la letra a) de este apartado para las rentas, vitalicias o temporales, inmediatas derivadas de contratos de seguro de vida.

## AIII.2 Real Decreto 633/2015

1. Real Decreto 633/2015, de 10 de julio, por el que se

modifican el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, y el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto 1776/2004, de 30 de julio.

«Artículo 42. Exención por reinversión en rentas vitalicias.

1. Podrán gozar de exención las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto en la transmisión de elementos patrimoniales por contribuyentes mayores de 65 años, siempre que el importe total obtenido por la transmisión se destine a constituir una renta vitalicia asegurada a su favor, en las condiciones que se establecen en este artículo.
2. La renta vitalicia deberá constituirse en el plazo de seis meses desde la fecha de transmisión del elemento patrimonial.

No obstante, cuando la ganancia patrimonial esté sometida a retención y el valor de transmisión minorado en el importe de la retención se destine íntegramente a constituir una renta vitalicia en el citado plazo de seis meses, el plazo para destinar el importe de la retención a la constitución de la renta vitalicia se ampliará hasta la finalización del ejercicio siguiente a aquel en el que se efectúe la transmisión.

3. Para la aplicación de la exención se deberán cumplir además los siguientes requisitos:
  - a) El contrato de renta vitalicia deberá suscribirse entre el contribuyente, que tendrá condición de beneficiario, y una entidad aseguradora.
  - b) En los contratos de renta vitalicia podrán establecerse mecanismos de reversión o períodos ciertos de prestación o fórmulas de contraseguro en caso de fallecimiento una vez constituida la renta vitalicia.
  - c) La renta vitalicia deberá tener una periodicidad inferior o igual al año, comenzar a percibirse en el plazo de un año desde su constitución, y el importe anual de las rentas no podrá decrecer en más de un cinco por ciento respecto del año anterior.
  - d) El contribuyente deberá comunicar a la entidad aseguradora que la renta vitalicia que se contrata constituye la reinversión del importe obtenido por la

transmisión de elementos patrimoniales, a efectos de la aplicación de la exención prevista en este artículo.

4. La cantidad máxima total cuya reinversión en la constitución de rentas vitalicias dará derecho a aplicar la exención será de 240.000 euros.

Cuando el importe reinvertido sea inferior al total obtenido en la enajenación, únicamente se excluirá de tributación la parte proporcional de la ganancia patrimonial obtenida que corresponda a la cantidad reinvertida.

Si como consecuencia de la reinversión del importe de una transmisión en una renta vitalicia se superase, considerando las reinversiones anteriores, la cantidad de 240.000 euros, únicamente se considerará reinvertido el importe de la diferencia entre 240.000 euros y el importe de las reinversiones anteriores.

Cuando, conforme a lo dispuesto en este artículo, la reinversión no se realice en el mismo año de la enajenación, el contribuyente vendrá obligado a hacer constar en la declaración del Impuesto del ejercicio en el que se obtenga la ganancia de patrimonio su intención de reinvertir en las condiciones y plazos señalados.

5. El incumplimiento de cualquiera de las condiciones establecidas en este artículo, o la anticipación, total o parcial, de los derechos económicos derivados de la renta vitalicia constituida, determinará el sometimiento a gravamen de la ganancia patrimonial correspondiente.

En tal caso, el contribuyente imputará la ganancia patrimonial no exenta al año de su obtención, practicando autoliquidación complementaria, con inclusión de los intereses de demora, y se presentará en el plazo que medie entre la fecha en que se produzca el incumplimiento y la finalización del plazo reglamentario de declaración correspondiente al período impositivo en que se produzca dicho incumplimiento.»





La extensión  
internacional de  
las rentas vitalicias

## AlV.I Descripción de las rentas vitalicias (*annuities*).

Como se indica en el capítulo 3 del presente documento, la extensión de las rentas vitalicias en el plano internacional difiere según la jurisdicción, tanto en lo que respecta al tamaño como a la oferta de productos. Tal diversidad deriva de las diferentes tradiciones culturales y de los distintos sistemas de pensiones estatales y reformas, así como de los distintos regímenes normativos y fiscales. A nivel global las rentas vitalicias se enmarcan dentro de la categoría de las *annuities*<sup>17</sup>, que dependiendo de sus características se pueden clasificar en tres grandes grupos en los que se encuadran diferentes productos. A continuación se detallan los productos:

- *Fixed payment annuities*. Son aquellas rentas vitalicias que garantizan pagos cuya cuantía es fija y está determinada de antemano. Por consiguiente, confieren una doble protección al ahorrador:
  - Protección absoluta frente al riesgo de longevidad (ver epígrafe 3.3), que es asumido por la compañía de seguros;
  - Protección absoluta frente a la volatilidad en los tipos de interés, donde el riesgo de inversión se traslada a la compañía de seguros; especialmente si la duración de los pasivos (compromisos de pago) excede de la de los activos invertidos (fuente de rentabilidad), surgiendo un riesgo de reinversión.

Sin embargo, esta protección conlleva que necesariamente no exista flexibilidad con respecto a los pagos ni con los activos subyacentes en los que se invierte el capital depositado por el ahorrador, de modo que se renuncia a una eventual participación en beneficios derivada de un desempeño de las inversiones superior al esperado.

Dentro de este grupo de rentas vitalicias se pueden identificar los siguientes productos:

- i. *Level/Escalating/De-escalating*: configuran la tipología de producto más básica, garantizando la cuantía de los pagos de forma inmediata o a partir de un momento futuro (diferimiento). Asimismo, se puede contemplar una programación para que la cuantía de

los pagos no solo sea uniforme en el tiempo (*level*), sino que aumente (*escalate*) o disminuya (*de-escalate*) lo largo del tiempo en base a una suma definida. La extensión de este producto varía en función de las jurisdicciones. Así, mientras que en Estados Unidos representaban un 12% de las ventas registradas en 2012, en Reino Unido las rentas fijas e inmediatas acaparaban el 67,5% de las ventas obligatorias de *annuities* de 2014 (las de pago de tipo *escalate* sólo un 3%)<sup>18</sup>. En este sentido, conviene contextualizar que entre 1991 y 2005 la demanda de las *annuities* en Reino Unido se triplicó, con casi 300.000 contratos suscritos y unas primas totales de 8.000 millones de libras en 2005. Durante los siguientes 10 años se ha mantenido estable hasta alcanzar unos 450.000 contratos en el año 2015<sup>19</sup>.

En Australia, la oferta de *annuities* con carácter vitalicio se circunscribía a dos compañías en 2013, ya que en este país las rentas temporales gozan de mayor popularidad (un mercado que representaba en 2013 unas diez veces el de rentas vitalicias, siendo la duración más habitual de cinco años).<sup>20</sup>

- ii. *Advanced life deferred annuities*: las *annuities* diferidas de vida avanzada también son conocidas como seguro de longevidad. Tienden a contratarse en edades próximas a la jubilación para prever pagos diferidos que comiencen a una edad más avanzada (por ejemplo, los 75 años). En este producto la prima no es reembolsable, y sólo da derecho a la percepción de rentas si el ahorrador sobrevive a la edad a partir de la cual se produzca el pago de rentas. La ventaja de estos productos reside en que proporcionan una cobertura frente a la longevidad a un precio significativamente inferior al de rentas inmediatas con el mismo nivel de ingresos.

Una versión modificada de este producto son las *deferred income annuities*, que permiten periodos de diferimiento más cortos, no se financian necesariamente con prima única, y ofrecen opciones adicionales en lo relativo a beneficios por muerte y liquidez. Estos productos representan una proporción reducida dentro del mercado de rentas de Estados Unidos,

18 The Chartered Insurance Institute (2015). "Life Annuity Products and Their Guarantees". OCDE (2016).

19 FSA Handbook en GENPRU 1.2.79 – Pension Obligation Risk – www.fsa.gov.uk

20 Office for National Statistics: <https://www.ons.gov.uk/economy/investments/pensionsandtrusts/timeseries/a2ga/mq5>

17 "Life Annuity Products and Their Guarantees". OCDE (2016).

suponiendo menos del 1% de las ventas totales de rentas, si bien han experimentado un crecimiento notable desde su introducción en el mercado. Sin embargo, este tipo de rentas no está disponible en el Reino Unido, posiblemente por los elevados requisitos de solvencia que conllevan y por la falta de instrumentos financieros que permitan cubrir un riesgo de longevidad de larga duración (especialmente en el caso de rentas constituidas a edades muy tempranas).

iii. *Enhanced annuities*: las rentas favorecidas contemplan pagos más altos a individuos a los que se atribuya una esperanza de vida menor. Esta atribución se realiza en base a la existencia de ciertos factores que avalen un deterioro significativo de la salud, factores de estilo de vida (categoría socio-profesional, consumo de tabaco), alta presión arterial o diabetes. Se trata de un ejemplo más de las posibilidades de adaptación que ofrecen las *annuities* a las condiciones particulares de los individuos, ya que estos productos tienen el potencial de aumentar el mercado de rentas ofreciendo tarifas más atractivas a las personas que de lo contrario, no percibirían de forma tan palpable las ventajas de una renta vitalicia, al ser menor su expectativa de vida con respecto a la del promedio de la población.

No obstante, si bien estas pólizas suponen la creación de una nueva clase de clientes, en realidad pueden tener como efecto colateral un aumento de la antiselección en los productos de rentas estándar.

El mercado más importante de este tipo de rentas se encuentra en Reino Unido, donde representaban el 30% del mercado de rentas vitalicias en 2014, (partiendo de un 7,7% en 2007<sup>21</sup>). En cambio, no gozan de tal popularidad en Estados Unidos (allí se las conoce como *substandard annuities*), donde tan solo un 10% de los proveedores de rentas vitalicias comercializaban esta modalidad en 2005, ejercicio en el que apenas representaban un 4% del mercado total de rentas inmediatas vigentes.

- *Indexed annuities*. Son aquellas *annuities* que ofrecen pagos cuya cuantía no es fija, al depender de la evolución de una medida objetiva o índice sujeto a variación en el tiempo (indexación). Estos productos permiten que los pagos aumenten o disminuyan dependiendo de factores tales como la inflación o

los beneficios derivados de la inversión. Ello implica que el rendimiento subyacente pueda variar con el tiempo, aunque generalmente se garantiza una tasa mínima, de modo que el ahorrador se expone a la volatilidad e imprevisibilidad en la cuantía de las rentas, pudiéndose beneficiar de un cambio en las condiciones del mercado, al tiempo que tienen un nivel mínimo de seguridad (que dependerá de su participación en el riesgo).

Los productos que se enmarcan dentro de este grupo son:

- Inflation indexed annuities*: las *annuities* indexadas a la inflación son rentas cuya cuantía varía en función de la tasa de inflación de cada período, de modo que ofrecen una menor cuantía inicial en los pagos, ya que el monto de éstos cambiará en línea con la inflación de cada período. Esta circunstancia hace que se reduzca su atractivo con respecto a las rentas que ofrecen pagos fijos (aunque de poder adquisitivo decreciente en presencia de inflación continua). En este sentido, menos del 3% de las *annuities* vendidas en Reino Unido en 2014 pertenecían a esta categoría<sup>22</sup>. En Australia, donde las *annuities* todavía representan un mercado reducido, algunos proveedores de rentas están ofreciendo rentas indexadas parcialmente a la inflación, con el objetivo de mejorar su atractivo.
- Participating life annuities*: esta tipología de rentas incorpora un componente de participación en beneficios, al ofrecer un nivel de ingresos mínimo garantizado, al tiempo que contempla pagos adicionales en función de los resultados de un indicador que se establezca. Esta fórmula permite compartir riesgos entre el proveedor de rentas y el ahorrador, lo que se traduce en que el primero asume menor riesgo con respecto a los pagos, que se traslada parcialmente al ahorrador. Esta modalidad de renta gozó de una notable progresión durante la crisis en Reino Unido, superando los productos tradicionales de rentas. Sin embargo, la caída de rendimientos derivada del contexto económico redujo la popularidad de estos productos, presionando a los proveedores a retirarla de su oferta de tales productos. Ello conllevó que las nuevas contrataciones cayeran un 60% de 2012 a 2014.

21 The Chartered Insurance Institute (2015). "Life Annuity Products and Their Guarantees". OCDE (2016).

22 The Chartered Insurance Institute (2015). "Life Annuity Products and Their Guarantees". OCDE (2016).

Una variante de esta categoría son las *participating payout life annuities* (PLA) concebidas en Alemania. Ofrecen un pago mínimo garantizado de carácter vitalicio, con la posibilidad de incrementarlo en función de los beneficios obtenidos por el asegurador. Estos son calculados no sólo en términos de ganancias de inversión, sino a partir de todas las fuentes de beneficio de la compañía. En este contexto, también se pueden encontrar productos concebidos bajo esta fórmula en otros países europeos como República Checa, Estonia, Italia, Suecia y Finlandia; en este último caso la participación en beneficios se establece por ley.

iii. *Variable payout annuities*: también conocidas como *annuities variables inmediatas* o *annuities unit-linked*, son aquellas cuyas rentas varían en función de los rendimientos de los activos. El pago inicial se calcula utilizando una tasa de retorno de referencia definida en el contrato, y los pagos posteriores se ajustan en función del rendimiento real de los activos, de modo que el ahorrador asume el riesgo de la inversión.

Una variante de esta categoría de productos la constituyen las *smoothed income annuities*, comercializados recientemente en Dinamarca.

- *Retirement savings with a guaranteed income option*. Se trata de una categoría híbrida que incluye productos diseñados para canalizar ahorro de cara a la jubilación, al tiempo que ofrecen la posibilidad de elegir el nivel garantizado de ingresos durante la jubilación. El rendimiento de estos productos depende de la evolución del mercado de los activos subyacentes, si bien garantizan un nivel mínimo de ingresos. Adicionalmente ofrecen una gran flexibilidad al beneficiario, permitiéndole acceder a los activos subyacentes y la consiguiente participación en el rendimiento de los mismos, lo que confiere una flexibilidad potencial en el nivel de ingresos que se perciben. No obstante, esta flexibilidad se traduce en un riesgo para el proveedor de rentas vitalicias en términos de imprevisibilidad del comportamiento del consumidor, lo que complica la gestión de la re-inversión de los activos subyacentes. Ello puede traducirse en un encarecimiento del producto derivado de la flexibilidad que ofrece.

Los productos que se enmarcan dentro de este grupo son:

- i. *Fixed indexed annuities*: estos productos ofrecen retornos que están indexados a rendimientos del mercado, que normalmente están limitados al 4.5%. Para los proveedores de *annuities*, estos productos implican un menor riesgo que las *variable annuities* explicadas a continuación, al estar limitada la selección de los fondos de inversión e implicar una volatilidad menor. En Estados Unidos, estos productos representaban un volumen de ventas de 48 mil millones de dólares en 2014.
- ii. *Variable annuities*: se trata de fondos de ahorro con opción de conversión en renta. Los activos subyacentes de estos productos se gestionan en cuentas individuales, normalmente con una gran variedad de opciones, permitiendo la realización de los retornos en función de la evolución del mercado en vez de una tasa fija.

Estados Unidos representa el mercado más importante de *variable annuities*, y mientras que su volumen de comercialización decreció durante la crisis, posteriormente se recuperó, hasta suponer el 60% del mercado total de rentas en 2015. En Canadá, el mercado de estos productos (allí denominados fondos segregados) ha seguido un patrón similar al norteamericano, aunque con un volumen inferior, que en 2011 suponía 11.000 millones de dólares. En Reino Unido también existe mercado de este tipo de rentas, articulándose como un mecanismo de protección frente al riesgo de inversión y de longevidad en los fondos de ahorro constituidos para pensiones. En Japón se expandieron rápidamente, con ventas que excedían los 32 mil millones de euros en 2005. Sin embargo, la crisis financiera presionó la salida de varias aseguradoras del mercado, lo que hizo disminuir las ventas un 80% en 2011. Aun así, las rentas vitalicias variables configuran el producto de rentas que más ha crecido a lo largo de la última década en Japón, propiciado por la concurrencia de condiciones favorables como la jubilación de la generación del *baby-boom*, los bajos tipos de interés y la limitación que imprimen en el rendimiento de las Rentas Vitalicias Fijas, y las ventajas fiscales aplicables a este tipo de productos (deducciones para las primas de hasta 50.000 yenes<sup>23</sup>).

23 *Annuities Markets: Structure, Trends and Innovations in Japan*. Towers Perrin Tokyo (2009).

## AIV.2 Los casos de Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido

### Estados Unidos

En los modelos como el de los EE.UU. la atribución de los rendimientos en rentas vitalicias proviene de considerar la esperanza media de vida (EMV) a la edad de contratación. De esta forma, la atribución de rendimientos a la renta percibida es el resultado de la operación:

Rendimiento Atribuido = Renta Percibida - Prima/EMV

Así, se interpreta que la parte de rendimientos del capital es todo lo que excede de la distribución uniforme de la prima a lo largo del periodo de percepción de las rentas.

#### Ejemplo: Sistema de gravamen de EE.UU.

Un tomador de 63 años paga una prima de 100.000 dólares que le da derecho a una renta vitalicia de 6.000 dólares al año. La esperanza media de vida atribuible es de 20 años.

La parte de rendimiento de capital mobiliario a gravar sería la diferencia entre los 6.000 dólares y  $100.000/20 = 5.000$  dólares. En conclusión, se gravan 1.000 dólares.

La ventaja que esta forma de gravar los rendimientos de un producto *aftertax* tiene frente a la nuestra es que, si el rendimiento puramente financiero aumenta, aumenta consiguientemente el gravamen. Nuestro IRPF, por el contrario, carece de sensibilidad respecto del tipo de interés, contradiciendo incluso a su propia lógica dual que sí se aplica a las rentas ordinarias del trabajo y del capital.

### Canadá

En el caso de Canadá se usan unas tablas actuariales que permiten estimar qué parte de la renta percibida constituye devolución de capital y qué parte rendimiento. El gravamen toma en cuenta no solo la edad del asegurado al constituir la renta, sino también su sexo.

Comparativamente la tributación española resulta ventajosa hasta el momento. En Canadá las tablas actuariales usadas fueron establecidas por el equivalente al Instituto de Actuarios Canadiense en 1971. Por su antigüedad

han sido sujetas a revisión, cambiando por otras nuevas que entrarán en aplicación en 2017.

### Reino Unido

*Pension Wise*. Es una iniciativa del gobierno de Gran Bretaña para ayudar a decidir a los ciudadanos acerca de las pensiones. Es una Web con información y también se pueden concertar llamadas de asesoramiento. El objetivo es proporcionar información adecuada y neutral acerca de las opciones que disponen los contribuyentes al momento de disponer de su pensión complementaria.

¿Qué es el *Pension Pot*? En primer lugar, se parte de que en Gran Bretaña el ahorro privado complementario está muy extendido y por tanto los ciudadanos tienen uno o varios instrumentos de previsión social que les permiten acumular ahorros para su jubilación. Pueden ser tanto vehículos particulares como instituciones tipo fondos de pensiones de aportación definida o de prestación definida. Finalmente, al momento de poder optar por percibir la renta, el individuo debe sumar lo acumulado en diferentes instrumentos y constituye su *Pension Pot*.

Decidir cómo percibir los ahorros de la pensión. Existen cinco formas básicas de disponer del dinero de la pensión:

- Dejarlo sin tocar y no tributará hasta tanto no se perciba
- Obtener una renta garantizada en forma de *annuity*.
- *Flexi-access drawdown*: una retirada flexible del dinero, normalmente asociada a una gestión de inversiones
- Retirar poco a poco parte de los ahorros hasta tanto se acaben.
- Retirar todos los ahorros en forma de capital único.

Adicionalmente se pueden combinar las opciones anteriores de forma flexible, por ejemplo, retirando una parte en forma de capital, otra en forma de renta asegurada, otra en forma de renta flexible.

Tributación del *Pension Pot*. En primer lugar, en Gran Bretaña existe un nivel mínimo de ingresos que no tributan y que son por *Personal Allowances*, en el entorno de 11.000 GBP. La regla general que se aplica es

que está exento el 25 por ciento del Pension Pot (rendimientos y aportaciones previamente exentas) mientras que el restante 75 por ciento tributa.

### How each pension option is taxed

This table gives an overview of how much tax you may pay on the money you take from your pension pot.

The pension options	What's tax free	What's taxable
Leave your pot untouched	Your whole pot while it stays untouched	Nothing while your pot stays untouched
Garanteed income (annuity)	25% of your pot before you buy an annuity	Income from the annuity
Adjustable income	25% of your pot before you invest in an adjustable income	Income you get from your investment
Take cash in chunks	25% of each amount you take out	75% of each amount you take out
Take your whole pot in one go	25% of your whole pot	75% of your whole pot
Mix your options	Depends on the options you mix	Depends on the options you mix

En el caso particular de contratar una renta vitalicia (*annuity*) con una compañía de seguros, la tributación de la renta vitalicia consiste en:

- Un 25 por ciento se retira en efectivo y no tributa
- El 75 por ciento de lo que se percibe en forma de renta tributa.

Por ejemplo, para un saldo de 100,000 libras tendremos:

Edad de jubilación	Exento	Renta
60	25%	3.200 GBP
65	25%	3.700 GBP
70	25%	4.300 GBP
75	25%	5.100 GBP

Fuente: [www.pensionwise.gov.uk/guaranteed-income](http://www.pensionwise.gov.uk/guaranteed-income)

Asimismo, PensionWise recomienda considerar una renta conjunta con el cónyuge o poner en valor el tener una esperanza media de vida más reducida, por lo general.

Podría resultar extraño para nuestro mercado, pero en Gran Bretaña los fumadores o personas con enfermedades como diabetes obtienen mejores rentas de las compañías de seguro proveedoras por tener, en términos medios de su colectivo, una menor esperanza de vida que la población general.

## Tipos básicos de rentas en Gran Bretaña

PensionWise clasifica las rentas en los siguientes tipos:

<b>Types of annuity</b>	
There are lots of different of annuity and you can shop around you don't have to buy one from your current pension provider	
Type	How it works
Single life	Paid just to you, either for life or for a fixed number of years.
Joint life	Payments continue to your spouse or partner after you die.
Fixed term	Pays as income for a set number of years, then a guaranteed sum which you can invest or use to buy another annuity.
Short term	Stops paying at the end of a set number of years (up to 5 years) or when you die (whichever comes first).
Guaranteed period	Pays out for a set term even if you die within that term, eg you get a 10-year annuity and die after 7 years, your spouse or partner still gets payments for another 3 years or a lump sum.
Enhanced or Impaired	May pay more than a standard annuity if you smoke or have a medical condition, eg diabetes or high blood pressure.
Escalating	The amount increases each year to reduce the effect of inflation.
Level	Pays as flat amount of income each year.
Investment linked	Tied to the stock market, the amount it pays can vary and depends on the success of the investments.
Capital protected	Your post is paid to whoever you leave it to (your 'beneficiary') if you die within a set period, subject to tax.
Once you've bought your annuity you only have a short period when you can still change your mind (in most cases 30 days).	



**Analistas Financieros Internacionales (AFI)**

C/ Marqués de Villamejor, 5  
28006 Madrid