



UNIVERSITAT  
POLITÈCNICA  
DE VALÈNCIA

TRABAJO FINAL DE GRADO

Grado en Administración y Dirección de Empresas

# **ALTERNATIVAS DE CAPITALIZACIÓN PARA EL SISTEMA ESPAÑOL DE PENSIONES**

JAVIER IBÁÑEZ ZAMORA

CURSO 2018-2019

TUTOR: ROBERTO CERVELLÓ ROYO



FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y  
DIRECCIÓN DE EMPRESAS. UPV

VALENCIA, A 2 DE JULIO DE 2019

# ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1</b>	<b>Introducción</b> .....	<b>5</b>
1.1	Resumen y palabras clave.....	5
1.2	Objetivos .....	6
1.3	Metodología .....	6
1.4	Justificación académica .....	7
<b>2</b>	<b>Análisis del sistema público de pensiones</b> .....	<b>8</b>
2.1	Evolución histórica .....	8
2.1.1	Sistema de libertad subsidiada (1908-1918) .....	8
2.1.2	Retiro Obrero Obligatorio (1919-1936) .....	9
2.1.3	Subsidio de Vejez e Invalidez (1939-1946) .....	11
2.1.4	Seguro Obrero de Vejez e Invalidez (1947-1962) .....	12
2.1.5	Seguridad Social (1963-Actualidad) .....	13
2.1.6	Reforma de 1985.....	14
2.1.7	Pacto de Toledo de 1995 .....	15
2.2	Problemática actual.....	16
2.2.1	Factor demográfico.....	16
2.2.2	Factor tasa de empleo .....	18
2.2.3	Factor pensión media / salario medio .....	19
2.2.4	Reformas de 2011 y 2013.....	19
2.2.5	Situación tras las reformas .....	21
2.2.6	Situación actual.....	23
<b>3</b>	<b>Análisis del sistema privado de pensiones</b> .....	<b>26</b>
3.1	Precedentes históricos .....	26
3.2	Características de los planes y fondos de pensiones .....	27

3.2.1	Diferencia entre planes y fondos de pensiones .....	28
3.2.2	Intervinientes en los planes de pensiones .....	28
3.2.3	Modalidades de planes de pensiones .....	29
3.2.4	Fiscalidad para partícipes y beneficiarios .....	31
3.2.5	Comisiones.....	32
3.3	Situación del ahorro general .....	32
3.4	Situación del ahorro para la jubilación.....	36
3.4.1	Peligro de oligopolio.....	40
3.4.2	Altas comisiones.....	42
3.4.3	Bajos rendimientos .....	44
4	Propuesta de reforma estructural .....	46
4.1	Sistema público basado en cuentas nocionales .....	48
4.1.1	Comparación práctica.....	52
4.2	Sistema privado semi-obligatorio basado en las finanzas conductuales .....	56
4.2.1	Decisión de participación .....	58
4.2.2	Decisión de contribución .....	60
4.2.3	Decisión de inversión .....	61
5	Conclusiones .....	64
6	Bibliografía .....	66

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Comparativa pensión actuarial-pensión legal del ROO .....	10
Gráfico 2. Pirámides de población de España.....	16
Gráfico 3. Tasa de empleo en España (histórica y proyección) .....	18
Gráfico 4. Pensión media, salario medio e IPC.....	19
Gráfico 5. Evolución histórica de los recursos acumulados en el Fondo de Reserva de la Seguridad Social .....	24
Gráfico 6. Tasa de ahorro de los hogares: % de la renta bruta disponible.....	33
Gráfico 7. Endeudamiento de los hogares (% de la renta bruta disponible) .....	34
Gráfico 8. Evolución de las rentas de capital (en millones de euros) .....	35
Gráfico 9. Patrimonio de los Fondos de Pensiones sobre PIB (%) en 2017 .....	37
Gráfico 10. Distribución de los activos financieros de las familias europeas en 2018 (% del total) .....	38
Gráfico 11. Evolución del patrimonio de los fondos de pensiones según modalidad (millones de euros) .....	39
Gráfico 12. Patrimonio según tipo de gestor (en %) a 31 de diciembre de 2018 ..	41
Gráfico 13. Coste de los planes de pensiones privados en países de la OCDE en 2016. ....	43
Gráfico 14. Porcentaje de planes de pensiones por comisión de gestión en 2017 .....	44
Gráfico 15. Tasas de sustitución pública y privada de la OCDE en 2015 .....	46
Gráfico 16. TIR según años cotizados por un individuo tipo en diferentes sistemas de pensiones.....	55
Gráfico 17. Funciones de descuento.....	59
Gráfico 18. Asignación de activos de un plan de pensiones de ciclo de vida Error! Bookmark not defined.	

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Objetivos del TFG .....	6
Tabla 2. Asignaturas relacionadas con la elaboración del TFG .....	7
Tabla 3. Proyección de la esperanza de vida al nacimiento y a los 65 años .....	17
Tabla 4. Proyección de un ejemplo de pensión inicial tras la aplicación del Factor de Sostenibilidad .....	22
Tabla 5. Proyección de la tasa de sustitución pública de los países de la UE.....	23
Tabla 6. Planes de Pensiones según sus sujetos constituyentes y Fondos de Pensiones en que se integran .....	30
Tabla 7. Rentabilidades reales medias anuales de los planes de pensiones a 31/12/2018 (en %) en comparación a la tasas de inflación medias anuales .....	45

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Flujo estándar del ahorro y la inversión de los hogares.....	36
Figura 2. Ejemplo de campaña publicitaria para el traslado de planes de pensiones.....	42
Figura 3. Sistema sueco de pensiones .....	48
Figura 4. Esquema Acumulación Cuentas Nacionales .....	49
Figura 5. Esquema Desacumulación Cuentas Nacionales .....	51

# 1 Introducción

## 1.1 Resumen y palabras clave

**RESUMEN:** Durante las últimas décadas, el progresivo envejecimiento de las sociedades occidentales está comprometiendo la sostenibilidad y la suficiencia de sus sistemas de pensiones. En el caso de España, la situación se agrava, dado que se arrastra desde hace tiempo un modelo que, dada su configuración, no permitirá mantener el poder adquisitivo de los jubilados como hasta ahora.

Por este motivo, el presente Trabajo Final de Grado tiene como objetivo proponer ideas para crear un modelo que minimice esta inevitable pérdida de poder adquisitivo a través de la incorporación de elementos de capitalización a diferentes niveles como alternativa.

Para ello, se procederá en primer lugar a analizar el sistema público de pensiones actual desde una perspectiva cronológica, detectando los diferentes factores que desestabilizan su equilibrio financiero, así como detallando las diferentes reformas llevadas a cabo para intentar corregirlo y sus efectos.

Seguidamente, se pasará a examinar la situación del sistema privado de pensiones, analizando tanto las características de los planes y fondos de pensiones, como las causas que han contribuido a su escaso desarrollo en nuestro país.

Finalmente, basándose en las conclusiones extraídas del análisis anterior, se sugerirán diferentes propuestas de mejora para nuestro sistema actual, teniendo además en cuenta tanto el exitoso modelo sueco como las innovadoras aportaciones de las finanzas conductuales en el campo del ahorro para la jubilación, entre otros.

**PALABRAS CLAVE:** Fondos de Pensiones, Instrumentos Financieros, Ahorro, Finanzas Conductuales, Ciencias Actuariales, Suecia, Estado del Bienestar, Seguridad Social, Cambio Demográfico.

## 1.2 Objetivos

A continuación se van a exponer de manera previa los objetivos que se pretenden alcanzar con el presente trabajo académico.

*Tabla 1. Objetivos del TFG*

<b>OBJETIVO PRINCIPAL</b>	Proponer ideas para mejorar el sistema de pensiones actual con una perspectiva global, considerando tanto el sistema público como el privado, y considerando los mecanismos de capitalización como alternativa.
<b>OBJETIVOS SECUNDARIOS</b>	<p>Poder valorar objetivamente el nivel de gravedad de la situación del sistema público de pensiones, dada la preocupación general generada en los últimos tiempos.</p> <p>Encontrar las posibles causas del escaso desarrollo de los planes de pensiones en España.</p> <p>Realizar comparaciones frecuentes con otros países, para poder relativizar la situación de las pensiones en nuestro país.</p> <p>Estudiar las últimas tendencias internacionales en el ámbito de las pensiones.</p>

*Fuente: Elaboración propia*

## 1.3 Metodología

Para cumplir con los objetivos señalados anteriormente, se ha empleado principalmente una metodología basada en la revisión bibliográfica, la cual permite recopilar y organizar información útil sobre el tema de las pensiones y así tener una visión panorámica sobre el asunto. En segundo lugar, en el presente trabajo cabe destacar la utilización puntual de análisis de bases de datos y experimentos prácticos, para extraer conclusiones determinadas.

Entre las fuentes consultadas destacan los artículos académicos y los documentos y datos oficiales de instituciones públicas (INVERCO, CNMV, INE, Banco de España, etc.), y en menor medida, los periódicos y la legislación publicada en el BOE.

Por otra parte, la dimensión cronológica de este trabajo es bastante extensa, dado que se estudia la evolución histórica de las pensiones en nuestro país, describiendo también su situación actual y valorando las predicciones que se realizan sobre su situación en el futuro, las cuales son de gran interés general.

## **1.4 Justificación académica**

Para la consecución del presente trabajo académico se ha hecho necesaria la comprensión de diferentes conceptos y conocimientos adquiridos a través de diferentes asignaturas del Grado de Administración y Dirección de Empresas, enumeradas a continuación:

*Tabla 2. Asignaturas relacionadas con la elaboración del TFG*

<b>ASIGNATURA</b>	<b>CURSO</b>
Derecho de la Empresa	1
Introducción a las Finanzas	1
Microeconomía I y II	1
Matemáticas Financieras	1
Derecho del Trabajo	2
Macroeconomía I y II	2
Economía Española	2
Gestión Fiscal de la Empresa	3
Behavioral Finance	4 (Erasmus)

*Fuente: Elaboración propia*

## **2 Análisis del sistema público de pensiones**

### **2.1 Evolución histórica**

A finales del siglo XIX, con la industrialización de varias regiones españolas (Cataluña, Asturias, País Vasco), el movimiento obrero fue cogiendo fuerza. Con éste, obreros y campesinos se asociaron con el objetivo de mejorar su situación económica y laboral, defendiendo sus derechos como trabajadores dentro de la nueva sociedad capitalista a través de sindicatos, partidos políticos, creación de periódicos, huelgas y manifestaciones. Especialmente, fue la corriente anarquista la que tuvo un mayor éxito en el país, la cual defendía la no participación en política, la repulsa del estado y la propiedad privada y el uso de huelgas generales y acciones violentas (e incluso terroristas) como recurso para llevar a cabo la revolución social.

Ante este contexto, en el que peligraban los intereses de la burguesía y el orden del país, los partidos dinásticos de la Restauración, tanto el conservador como el liberal, empezaron a adoptar medidas reformistas prestando atención a las demandas de las nuevas clases sociales, tomando de esta manera una postura más intervencionista en el asunto. Para tal fin se creó en 1883 la Comisión de Reformas Sociales, con el propósito de evaluar los graves problemas sociales que asolaban el país y proponer soluciones prácticas a los dirigentes; pero no fue hasta el año 1900 cuando dichos estudios se materializaron en las primeras leyes de protección social de España, tanto la ley no obligatoria sobre accidentes de trabajos como la regulación del trabajo de menores y mujeres, según Sánchez (2014).

#### **2.1.1 Sistema de libertad subsidiada (1908-1918)**

El fracaso de varias iniciativas privadas por parte de la Caja de Ahorros de Guipúzcoa y la Caja de Ahorros de Barcelona de crear fondos para la vejez, debido a que no consiguieron captar fondos suficientes de parte de la clase obrera, determinó la involucración del estado en el ámbito de la previsión social para la vejez. El Instituto Nacional de Previsión (INP), sucesor de la Comisión de Reformas Sociales, creó en 1908 un sistema de libertad subsidiada en el que la afiliación era voluntaria y el estado

recompensaba aportando un pequeño importe anual de 12 ptas. (1 pta./mes) como máximo, capitalizándose las aportaciones acumuladas de trabajador y estado al 3,25% a través de inversiones en valores públicos y obligaciones de ferrocarriles principalmente (Elu, 2006). Sin embargo, el experimento no tuvo el éxito esperado dado que la corta esperanza de vida en aquella época y la precariedad de los salarios influenciaron en que los trabajadores no se preocuparan aún demasiado por ahorrar para la vejez.

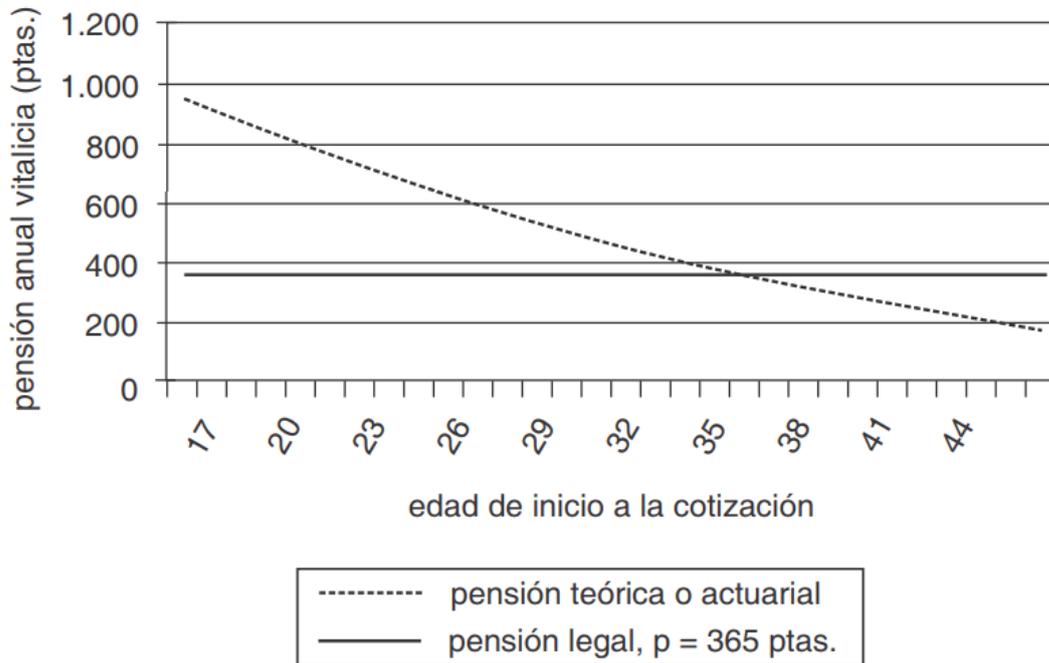
### 2.1.2 Retiro Obrero Obligatorio (1919-1936)

El fracaso de este primer prototipo de sistema de pensiones junto con un aumento de la conflictividad social influenciada por el éxito de la Revolución Rusa fueron caldo de cultivo para la reforma del sistema de previsión para la vejez, dando forma a la ley de Retiro Obrero Obligatorio (ROO), considerada el embrión del actual sistema público de pensiones y el primer seguro obligatorio en España.

Esta vez, quedando excluidos los trabajadores de las aportaciones, los empleadores y el estado estaban obligados a aportar a favor de cada trabajador (cuya retribución no superara las 4.000 ptas. anuales) un importe anual de 36 ptas. (3 ptas. /mes) y 12 ptas. (1 pta. /mes), respectivamente, asegurándose de esta manera una pensión anual vitalicia de 365 ptas. (1 pta. /día) para todos los jubilados a partir de los 65 años, cantidad considerada escasa y meramente asistencial (Olmo, 2011).

Destaca en la metodología anterior la carencia de aplicación de conocimientos actuariales/financieros respecto al grupo de afiliados entre 16 y 45 años. Con este sistema, la aportación era la misma independientemente de la edad (48 ptas. anuales, 36 del empleador y 12 del estado). Siguiendo la lógica financiera, con estas cantidades un trabajador de 43 años, con un menor tiempo para realizar aportaciones, generaría una pensión anual muy reducida. Sin embargo, se les garantizaba una pensión de 365 ptas. a todos los trabajadores, tal como se puede observar en el gráfico.

Gráfico 1. Comparativa pensión actuarial-pensión legal del ROO



Fuente: Elu (2006)

De esta manera los trabajadores de mayor edad se veían beneficiados en detrimento de los más jóvenes, siendo esto un generador de desequilibrios en el sistema.

A largo de la década de existencia del ROO, la oposición patronal a la obligación de aportar fue determinante en el relativo fracaso del nuevo sistema. Mientras que algunos empleadores consideraban las pensiones como un complemento salarial que podría repercutir en la productividad y compromiso de los trabajadores, la gran mayoría las consideraba como una medida intervencionista estatal que atentaba contra la libertad económica y como un sobrecoste para las empresas. En consecuencia, muchos empleadores optaron por la resistencia pasiva a través de la no afiliación de sus trabajadores (Olmo, 2011).

Consciente del reducido importe de las pensiones resultantes, el INP introdujo en 1922 el Régimen de Mejoras de manera que los trabajadores pudieran realizar aportaciones voluntarias indeterminadas tanto para mejorar las pensiones resultantes hasta un límite de

2000 ptas. anuales, como para adelantar la edad de retiro a los 60/55 años o convertir la pensión de vejez a invalidez, según Elu (2006).

En cuanto a la capitalización de las aportaciones, cabe destacar la postura cada vez más conservadora del INP al ser responsable de una mayor cantidad de fondos acumulados, reflejada en un peso mayor de la deuda pública, alcanzando ésta un 83% de la cartera de inversiones en 1935. Además, se optó por desviar un porcentaje considerable de fondos para construir casas asequibles, escuelas, centros sanitarios, etc. con el objetivo de dar un sentido social a las inversiones (Elu, 2006).

Con el establecimiento del gobierno republicano el Retiro Obrero continuó en vigor y se inició un proceso de regulación de la protección de la vejez con carácter meramente asistencial, en un derecho básico de los trabajadores, junto con los seguros de enfermedad, accidentes, maternidad, etc., tal y como se recoge en el art. 46 de la CE de 1931 (Congreso de los Diputados, 1931).

Durante este periodo se regularon distintas reformas de las pensiones: la unificación del seguro de vejez con el de invalidez y muerte, la obligación del trabajador de realizar aportaciones, cuotas proporcionales al salario en lugar de la anterior cuantía fija, aportaciones a partes iguales entre estado, empleadores y trabajadores para conseguir una pensión mínima de 360 ptas. anuales, periodo mínimo de cotización de 10 años, etc. (Elu, 2006). Sin embargo, ninguna de las propuestas anteriores se llevó a la práctica por la victoria del Frente Popular y el estallido de la Guerra Civil.

### **2.1.3 Subsidio de Vejez e Invalidez (1939-1946)**

Con la instauración del régimen franquista y la devastación que dejó el conflicto bélico durante los primeros años de posguerra se inicia un periodo de aislamiento económico internacional conocido como autarquía. Es en este contexto cuando se legislan las Leyes Fundamentales del Reino, las cuales sirven de soporte al nuevo régimen. La primera de ellas, aprobada durante la guerra y conocida como Fuero del Trabajo (BOE, 1938), pretendía organizar de manera intervencionista la vida laboral y económica de los trabajadores y además asentaba las bases para los venideros seguros sociales, tal y como se recoge en su décima declaración: “la previsión proporcionará al trabajador la seguridad

en el infortunio...incrementándose los seguros sociales de vejez, invalidez, maternidad... y de modo primordial se atenderá a dotar a los trabajadores ancianos de un retiro suficiente”.

Nada más acabar la guerra se promulgó la ley que desarrolló el seguro de vejez que sustituyó, después de muchos años, al Retiro Obrero Obligatorio, fusionándose éste con el seguro de invalidez. El Subsidio de Vejez e Invalidez (BOE, 1939), gestionado por el Instituto de Previsión Nacional, establecía un sistema de reparto con una pensión fija vitalicia de 90 pesetas mensuales (1080 ptas. anuales) para trabajadores cuya retribución anual no excediera de 6000 pesetas, quedando excluidos del sistema funcionarios y trabajadores del sector público. Para tal fin los ingresos provendrían principalmente de las cuotas de los patronos proporcionales a las retribuciones de sus trabajadores (3% del salario) y de las cuotas aportadas por los trabajadores, siendo menor la contribución del Estado a través de un Fondo de Bonificaciones.

### **2.1.4 Seguro Obrero de Vejez e Invalidez (1947-1962)**

En 1947 el Subsidio de Vejez e Invalidez dio paso al Seguro Obrero de Vejez e Invalidez (SOVI), el cual mantuvo características similares al anterior, pero amplió esta vez la invalidez a la producida por accidentes no laborales y enfermedades no profesionales, incluyendo también la pensión por viudedad a partir del 1955. Además, el importe de las pensiones aumentó a 125 pesetas mensuales (1500 ptas. anuales) para trabajadores cuya retribución anual no excediera de 18.000 pesetas.

Sin embargo, estas cantidades no eran suficientes para sustentar el nivel de vida de los jubilados y a raíz de la escasa cobertura de los distintos Seguros Sociales, florecen de manera dispersa a partir de 1941 diversas Mutualidades Laborales. Estos entes autónomos, pero dependientes del Ministerio de Trabajo, constituyeron un sistema de reparto complementario obligatorio de protección social organizado por ramas de producción. Sin embargo, la aparición de estas organizaciones creó duplicidades y descoordinación en el ámbito de la previsión social, frenando de esta manera el crecimiento del SOVI, según Quintero (2015).

### 2.1.5 Seguridad Social (1963-Actualidad)

Con la entrada en el gobierno de los denominados “tecnócratas” a finales de los años cincuenta se ponen en marcha los Planes de Desarrollo, iniciándose de esta manera el segundo periodo del régimen franquista caracterizado por un rápido crecimiento económico en línea con la evolución de la economía europea.

Ante la multiplicidad y duplicidad de seguros sociales y entidades gestoras con estructuras diversas, las cuales fomentaron la aparición de deficiencias funcionales y financieras en el ámbito de la protección social (escasez de prestaciones, desigualdad, fraude, sobrecostes de gestión, etc.) (Quintero, 2015), se llevó a cabo un proceso reformista que sentó las bases del Estado del Bienestar español.

Con la Ley de Bases de la Seguridad Social (S.S.) (BOE, 1963) y su posterior texto articulado de 1966 se unificaron los distintos seguros sociales en un único sistema orgánico, recalcando la universalización de la protección y determinando una mayor participación del Estado en sus aportaciones al sistema. Además se pretendió sanear el sistema financieramente y erradicar el ánimo de lucro a través de su desmercantilización. Entre las medidas que instrumentaron dicha unificación destaca la consideración conjunta de las contingencias, la igualación de las bases de cotización con los salarios reales o la relativa uniformidad de las prestaciones. A pesar de la integración anterior se delimitaron distintos regímenes, tanto el General para trabajadores por cuenta ajena como los especiales para autónomos, estudiantes, funcionarios, etc.

Según Campos (1996), las anteriores reformas desencadenaron un enfrentamiento entre los propulsores del proyecto y diferentes grupos de interés. La clase médica, las compañías de seguros y los grupos financieros se opusieron a la reforma ante el “peligro” de una “estatificación del sistema de S.S”. Sin embargo, la Ley, a pesar de pasar por 747 enmiendas, fue finalmente aprobada.

En cuanto a la prestación de Vejez se fijó la edad de jubilación en 65 años y se estableció un sistema de prestación definida en el que se establece unos años mínimos cotizados para recibir una pensión contributiva (10 años en este caso) y en el que la pensión inicial se computa multiplicando la base reguladora (base media de 2 años a elegir entre los 7 inmediatamente anteriores a la jubilación) por un coeficiente que depende de los años

cotizados (desde el 25% de la base con 10 años de cotización hasta el 50% con 35 cotizados), además de un porcentaje profesional complementario dependiendo de la mutualidad de la que se proviniera, según la Orden de 18 de enero de 1967 (BOE, 1967).

Posteriormente con la Ley 24/1972 (BOE, 1972), se incluyó por primera vez la revalorización periódica de las pensiones a discreción del Gobierno atendiendo a la evolución de los salarios, del coste de vida, de la economía, etc.

Con la llegada de la transición democrática no se produjeron cambios significativos en lo concerniente a las pensiones de jubilación, únicamente se reforzó el concepto ya existente de universalidad de la protección social a través del artículo 41 de la Constitución de 1978. Además, se crearon nuevas instituciones que sustituyeron al INP y a las Mutualidades Laborales en las diferentes áreas sociales: Instituto Nacional de la Seguridad Social (INSS), Instituto Nacional de Empleo (INEM), Instituto de Mayores y Servicios Sociales (IMSERSO), además de la Tesorería General de la Seguridad Social (TGSS) (Guillén, 1997).

### 2.1.6 Reforma de 1985

No es hasta 1985 cuando se produce la primera reforma profunda del sistema de pensiones. Desde 1972 se disparó el gasto social en pensiones. Por una parte, dichas pensiones se revalorizaron considerablemente, pasando de una pensión media de jubilación de 8.953 pesetas mensuales en 1977 a 32.779 en 1985. Por otra parte, se incrementó de manera notable el número de pensionistas debido a una incorporación masiva al sistema de S.S. y a los primeros indicios de envejecimiento de la población (Campos, 1996)

Es por ello que el gobierno socialista de Felipe González decidió implementar medidas restrictivas para frenar el gasto en pensiones públicas a través de la Ley de Medidas Urgentes para la Racionalización de la Estructura y de la Acción Protectora de la Seguridad Social (BOE, 1985). Si bien se estableció una revalorización automática de las pensiones acorde al Índice de Precios al Consumo (IPC), en contrapartida se incrementó el periodo mínimo de cotización para acceder a la prestación de 10 a 15 años y la base media de 2 a 8 años anteriores a la jubilación para el cómputo de la base reguladora. En consecuencia, se cumplió el objetivo ralentizar el gasto social. Sin embargo, la pensión

media continuó escalando (de 32.779 ptas. mensuales en 1985 a 46.237 en 1989) a costa de una reducción de la intensidad protectora (Campos, 1996).

### 2.1.7 Pacto de Toledo de 1995

En 1995 se creó una comisión parlamentaria con representantes de todos los partidos políticos (la cual continúa reuniéndose) con el fin de analizar los problemas estructurales de la Seguridad Social y proponer reformas por consenso que garantizaran su sostenibilidad financiera, atendiendo siempre a las recomendaciones de la Unión Europea. Entre las modificaciones que se introdujeron al sistema, cristalizándose en la Ley de Consolidación y Racionalización del Sistema de Seguridad Social (BOE, 1997), destacan las siguientes:

- Base media de 8 a 15 años anteriores a la jubilación para el cómputo de la base reguladora de la pensión.
- Separación de las fuentes de financiación: Las pensiones contributivas se financian con las cotizaciones de los trabajadores. Sin embargo, las pensiones resultantes por debajo de la cuantía mínima fijada se complementarán hasta alcanzar dicho límite con recursos presupuestarios estatales (complementos de mínimos). Del mismo modo, las personas que no tengan derecho a una pensión contributiva, por no haber cotizado o no haberlo hecho de manera suficiente, podrán recibir pensiones no contributivas financiadas a través de los Presupuestos Generales del Estado.
- Creación del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, conocido como hucha de las pensiones, en el cual se depositarán los excedentes del sistema para financiar sus posibles desequilibrios futuros.
- Posibilidad de pluses por jubilación posterior a los 65 años y desincentivo de las jubilaciones anticipadas voluntarias.
- La relación entre la pensión y la base reguladora se modifica con la carrera de cotización en tramos lineales: la pensión resultante será igual al 50% de la base reguladora con 15 años cotizados (mínimo), el 80% con 25 y el 100% con 35.

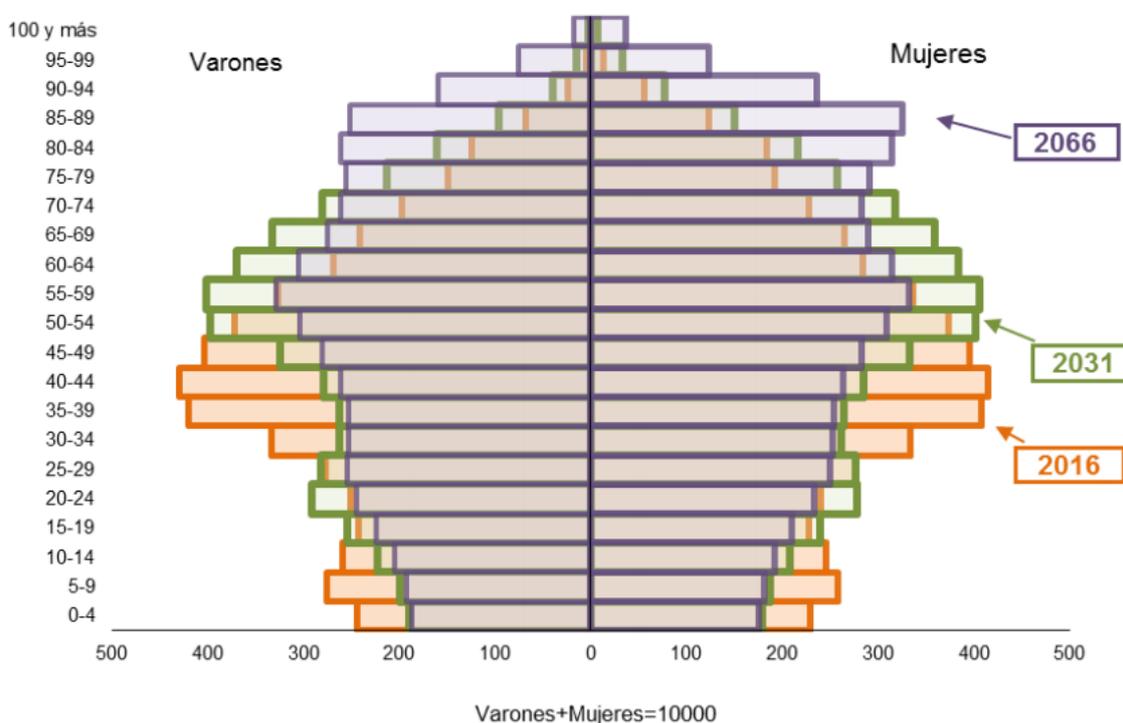
## 2.2 Problemática actual

Todas las reformas descritas anteriormente se llevaron a cabo para garantizar la sostenibilidad del sistema público de pensiones, que ya desde bien pronto se empezó a poner en entredicho. Muchos son los factores que ponen contra las cuerdas el necesario balance entre ingresos y gastos, siendo el demográfico el principal generador de desequilibrios, junto a la evolución del mercado de trabajo y la relación entre pensión y salario como riesgos principales.

### 2.2.1 Factor demográfico

En cuanto al riesgo demográfico, continuará produciéndose una transformación radical en la distribución de la población por edades hacia un envejecimiento progresivo de ésta, tal y como se refleja en las siguientes pirámides poblacionales.

Gráfico 2. Pirámides de población de España



Fuente: INE (2016)

En la parte alta de la pirámide, según las proyecciones del Instituto Nacional de Estadística (INE), el porcentaje de población mayor de 65 años, que en 2016 se situaba ya en el 18,7%, alcanzaría el 25,6% en 2031 y el 34,6% en 2066. Este irreversible aumento de la población anciana vendrá influenciado tanto por el envejecimiento de la generación del *baby boom*<sup>1</sup>, que actualmente ocupan la parte intermedia de la pirámide y cuyas primeras quintas se jubilarán a partir del 2022 aproximadamente, así como por el aumento de la esperanza de vida, recogido en la siguiente tabla.

Tabla 3. Proyección de la esperanza de vida al nacimiento y a los 65 años

Años	Esperanza de vida al nacimiento		Esperanza de vida a los 65 años	
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres
2015	79,94	85,41	18,81	22,67
2016	80,26	85,71	19,08	22,97
2021	81,31	86,41	19,72	23,55
2026	82,30	87,08	20,37	24,13
2031	83,23	87,74	21,01	24,70
2036	84,12	88,37	21,64	25,26
2041	84,97	88,98	22,27	25,80
2046	85,79	89,57	22,89	26,34
2051	86,57	90,14	23,50	26,86
2056	87,32	90,69	24,09	27,37
2061	88,04	91,22	24,68	27,86
2065	88,60	91,64	25,13	28,25

Fuente: INE (2016)

En la parte inferior de la pirámide, la baja tasa de natalidad actual y futuras no ayudarán a que se produzcan los nacimientos suficientes que sustenten el relevo generacional, por lo que se potenciará el envejecimiento relativo de la población, a expensas de saber lo que ocurrirá con el saldo migratorio.

<sup>1</sup> Fenómeno demográfico de incremento notable de la natalidad entre finales de los 50 y finales de los 70 en el caso de España, con diez años de retraso respecto a Europa y EEUU.

Por consiguiente, la tasa de dependencia, es decir, la proporción de personas dependientes (+65 años) sobre la población en edad de trabajar (16-65 años), se irá incrementando con el tiempo, presionando al alza el gasto en pensiones y a la baja los ingresos por cotizaciones, lo que producirá un aumento paulatino del déficit de la Seguridad Social.

### 2.2.2 Factor tasa de empleo

Dentro de la población en edad de trabajar mencionada anteriormente (o población activa), es importante saber el porcentaje que representa la población ocupada, factor que determina el nivel de ingresos del sistema de pensiones a través de las cotizaciones y que dependerá de los ciclos económicos. De hecho, el desmesurado descenso de la tasa de empleo (o incremento del paro) tras el estallido de la crisis económica que se puede observar en el Gráfico 3, junto con la proporcional disminución de las cotizaciones, fue uno de los principales motivadores de la rápida adopción de las reformas en el sistema que se explicarán más adelante.

Gráfico 3. Tasa de empleo en España (histórica y proyección)



Fuente: Hernández (2018)

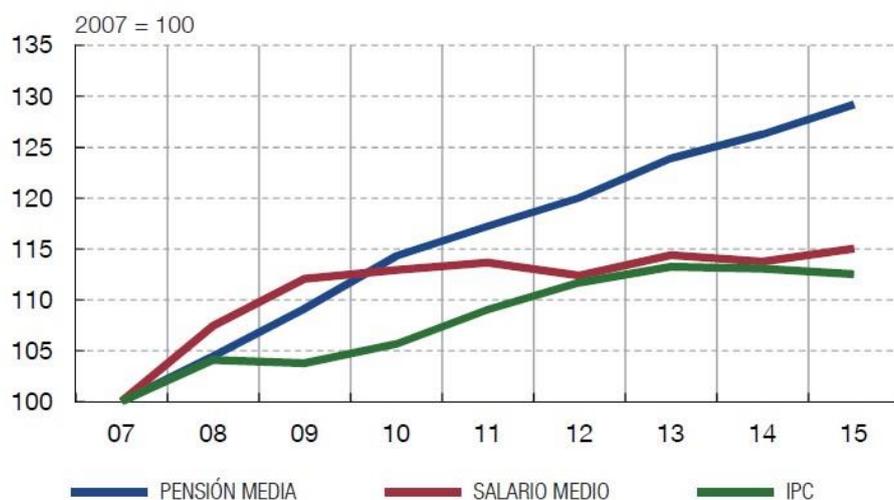
Sin embargo, aunque la tasa de empleo alcanzara el 70%-80% en el 2060, este mayor nivel de ingresos se estima que tan solo podría contrarrestar el 60% de las pensiones

demográficas por envejecimiento. Dicho objetivo se considera ambicioso debido a la disminución proyectada de la población activa, con la consiguiente disminución de las cotizaciones, y por la elevada tasa de desempleo estructural que caracteriza el mercado laboral español (Hernández, 2018).

### 2.2.3 Factor pensión media / salario medio

Otro de los factores que genera insostenibilidad en el sistema es la relación entre pensión media y salario medio, influenciando respectivamente el nivel de gasto en pensiones e ingresos por cotizaciones. Tras la crisis económica el crecimiento de las pensiones ha sido superior al del salario medio, el cual refleja el nivel de ingresos por cotizaciones que recibe el sistema (ver Gráfico 4). La evolución de estas dos variables a velocidades diferentes repercute directamente en la insostenibilidad del sistema público de pensiones.

Gráfico 4. Pensión media, salario medio e IPC



Fuente: Hernández (2017)

### 2.2.4 Reformas de 2011 y 2013

Ante este escenario de envejecimiento galopante, de aumento del importe medio de las pensiones frente a los salarios y de altas tasas de paro, el gobierno del Partido Popular realiza una de las reformas más profundas del sistema hasta la fecha.

En primer lugar, con la ley 27/2011 (BOE, 2011) se llevan a cabo reformas paramétricas del sistema, es decir, cambios discrecionales en alguna de las variables utilizadas para el cálculo de las pensiones, entre las cuales destacan las siguientes:

- Incremento por primera vez de la edad legal de jubilación de manera gradual desde los 65 a los 67 años en 2027.
- Obligación de cotizar durante al menos 37 años (35 anteriormente) para tener acceso al 100% de la pensión, con un periodo de transición hasta 2027.
- Base media de 15 a 25 años anteriores a la jubilación para el cómputo de la base reguladora de la pensión, de manera progresiva hasta 2022.

En segundo lugar, con la ley 23/2013 (BOE, 2013) se pretende reforzar la sostenibilidad del sistema incorporando variables exógenas en el cálculo de las pensiones:

- Factor de sostenibilidad: A partir de 2019, la pensión inicial se vincula a la evolución de la esperanza de vida, concretamente a su incremento durante los 5 años anteriores utilizando la siguiente fórmula:

$$FS_t = FS_{t-1} * \left[ \frac{e_{67}^{2012}}{e_{67}^{2017}} \right]^{\frac{1}{5}}$$

- Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones (IRP): Se vincula la revalorización de las pensiones con la evolución de distintos factores que reflejan la situación financiera del sistema, desligándola del IPC, a través de la siguiente fórmula:

$$IRP_{t+1} = \bar{g}_{I,t+1} - \bar{g}_{p,t+1} - \bar{g}_{s,t+1} + \alpha \left( \frac{I_{t+1}^* - G_{t+1}^*}{G_{t+1}^*} \right)$$

Las variables anteriores corresponden a la media de la tasa de variación de los ingresos del sistema de la SS ( $\bar{g}_{I,t+1}$ ), del número de pensiones ( $\bar{g}_{p,t+1}$ ) y de la pensión media sin revalorización ( $\bar{g}_{s,t+1}$ ), así como el importe medio de ingresos ( $I_{t+1}^*$ ) y gastos ( $G_{t+1}^*$ ) del sistema de la SS.

Además, la revalorización anual de las pensiones no podrá ser inferior al 0,25% ni superior a la variación del IPC+0,50%.

Posteriormente, con la actualización de la Ley General de la Seguridad Social en 2015, se incorporó un complemento por maternidad en las pensiones contributivas con el objetivo de corregir las diferencias existentes entre las pensiones medias de hombre y mujeres, estando las últimas más afectadas en general por carreras laborales cortas o trabajo a tiempo parcial. De esta manera, las pensiones iniciales se verán incrementadas en un 5% en el caso de haber tenido dos hijos, 10% con 3 hijos y 15% con 4 o más.

### 2.2.5 Situación tras las reformas

Con las reformas anteriores, a falta de nuevos ingresos que sustenten el sistema de la SS, se pretende asegurar la sostenibilidad de éste a medio/largo plazo a través de la contención del gasto en pensiones. Sin embargo, ante el inevitable aumento del número de pensionistas y del periodo durante el cual reciben pensiones por el incremento de la esperanza de vida, la manera principal para frenar dicho gasto es reduciendo el importe de las pensiones, tanto con pensiones iniciales más reducidas como con menores revalorizaciones.

Por una parte, la reducción de la pensión inicial se irá produciendo progresivamente tras la adopción de estas tres medidas descritas anteriormente:

- Utilización de la media de las bases de cotización de los 25 años anteriores a la jubilación (en lugar de 15 años), ya que irá incluyendo bases de cotización menores en el cálculo de la base reguladora de la pensión que estirarán dicha media a la baja
- Obligación de cotizar durante al menos 37 años (35 anteriormente) para tener acceso a la totalidad de la pensión, resultando en un mayor número de jubilados cuya pensión inicial será calculada con porcentajes sobre la base reguladora inferiores al 100%.
- Factor de sostenibilidad. De hecho, si se produce el incremento de la esperanza de vida a los 65 años proyectado por el INE (alrededor de 5 años entre 2016 y 2061),

dicho factor contribuirá a la reducción de la pensión inicial en un 4.36%, tal y como se puede observar en la siguiente tabla:

*Tabla 4. Proyección de un ejemplo de pensión inicial tras la aplicación del Factor de Sostenibilidad<sup>2</sup>*

<b>Año</b>	<b>Esperanza de vida a los 65 años (Media Hombre y Mujeres)</b>	<b>Pensión inicial aplicando el Factor de Sostenibilidad</b>
<b>2016</b>	21,03	1.000,00
<b>2021</b>	21,64	994,30
<b>2026</b>	22,25	988,74
<b>2031</b>	22,86	983,45
<b>2036</b>	23,45	978,40
<b>2041</b>	24,04	973,60
<b>2046</b>	24,62	968,96
<b>2051</b>	25,18	964,58
<b>2056</b>	25,73	960,42
<b>2061</b>	26,27	956,43

*Fuente: Elaboración propia con datos del INE (2016)*

En global se estima que la reducción de la pensión inicial que desencadenará las medidas anteriores hará que la tasa de sustitución<sup>3</sup> del sistema público de pensiones en España sufra el mayor retroceso de todos los países europeos, pasando desde el 79% en 2013 (tasa más alta de Europa) hasta el 51,7% en el 2050, tal y como se puede apreciar en la siguiente tabla:

---

<sup>2</sup> La fórmula del Factor de Sostenibilidad utilizada para el cálculo de las pensiones iniciales de la tabla ya se ha expuesto en el apartado 2.2.4

<sup>3</sup> La tasa de sustitución o reemplazo se refiere al porcentaje que supone la pensión inicial de jubilación respecto al último salario percibido, por lo que es un indicador de la pérdida de poder adquisitivo en el proceso de jubilación.

Tabla 5. Proyección de la tasa de sustitución pública de los países de la UE

	2013	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060	Variación 2013-2050	
											p.p.	%
<b>ESPAÑA</b>	<b>79,0</b>	<b>73,6</b>	<b>66,1</b>	<b>60,6</b>	<b>58,3</b>	<b>56,1</b>	<b>53,6</b>	<b>51,7</b>	<b>49,9</b>	<b>48,6</b>	<b>27,3</b>	<b>0,7</b>
Italia	59,9	61,2	59,1	57,8	54,3	52,3	49,7	50,2	50,9	51,8	9,7	0,8
Austria	51,0	49,1	48,5	52,4	52,0	49,9	49,2	48,7	46,8	44,7	2,3	1,0
Finlandia	46,0	51,3	48,6	46,3	45,3	45,7	45,3	45,7	44,9	44,1	0,3	1,0
Francia	50,6	50,3	48,8	47,2	44,4	42,9	41,2	40,5	40,6	39,2	10,1	0,8
Bélgica	39,5	41,6	41,8	41,8	41,4	41,0	40,4	40,1	39,2	38,8	-0,6	1,0
Noruega	43,7	41,0	39,8	38,4	37,3	36,7	36,0	35,9	35,9	36,2	7,8	0,8
Alemania	42,5	41,9	40,3	38,7	36,8	35,9	35,7	35,5	35,4	35,5	7,0	0,8
Portugal	57,5	50,7	44,8	43,2	38,8	36,1	39,0	35,2	31,8	30,7	22,3	0,6
Dinamarca	39,7	36,5	35,5	35,1	34,3	33,5	32,9	32,5	32,7	32,8	7,2	0,8
Polonia	53,0	53,8	53,1	47,9	43,8	39,4	34,4	31,2	29,8	28,7	21,8	0,6
Suecia	35,6	33,7	34,0	33,5	31,6	31,2	30,6	30,8	29,4	29,0	4,8	0,9
Irlanda	31,2	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3	29,2	29,1	28,9	28,7	2,0	0,9
Holanda	29,8	29,7	29,9	29,0	28,3	28,2	28,2	28,4	28,4	28,3	1,4	1,0
Luxemburgo	--	74,6	67,0	64,8	67,4	68,2	65,8	63,9	65,7	64,6	--	--
<b>Unión Europea</b>	<b>42,5</b>	<b>42,7</b>	<b>41,3</b>	<b>40,0</b>	<b>38,7</b>	<b>37,7</b>	<b>36,9</b>	<b>36,4</b>	<b>35,9</b>	<b>35,9</b>	<b>6,1</b>	<b>0,9</b>
<b>Zona euro</b>	<b>46,3</b>	<b>45,9</b>	<b>43,9</b>	<b>42,7</b>	<b>41,4</b>	<b>40,3</b>	<b>39,4</b>	<b>38,9</b>	<b>38,6</b>	<b>38,6</b>	<b>7,4</b>	<b>0,8</b>

Fuente: Inverco, con datos de la CE (The 2015 Ageing Report)

Por otra parte, con la aplicación del Índice de Revalorización de Pensiones si el incremento del número de pensiones y del importe del gasto de la SS continúa siendo mayor al incremento de los ingresos, siendo este escenario el más probable en el futuro como se ha explicado anteriormente, la fórmula de dicho índice determinará una revalorización mínima del 0.25% tal y como viene siendo la tónica de estos últimos cinco años<sup>4</sup>. Esta revalorización contrasta con la tasa de variación anual media del IPC desde 1970 ronda el 2%, según datos del INE, lo cual indica una pérdida de poder adquisitivo durante la vida de los beneficiarios.

### 2.2.6 Situación actual

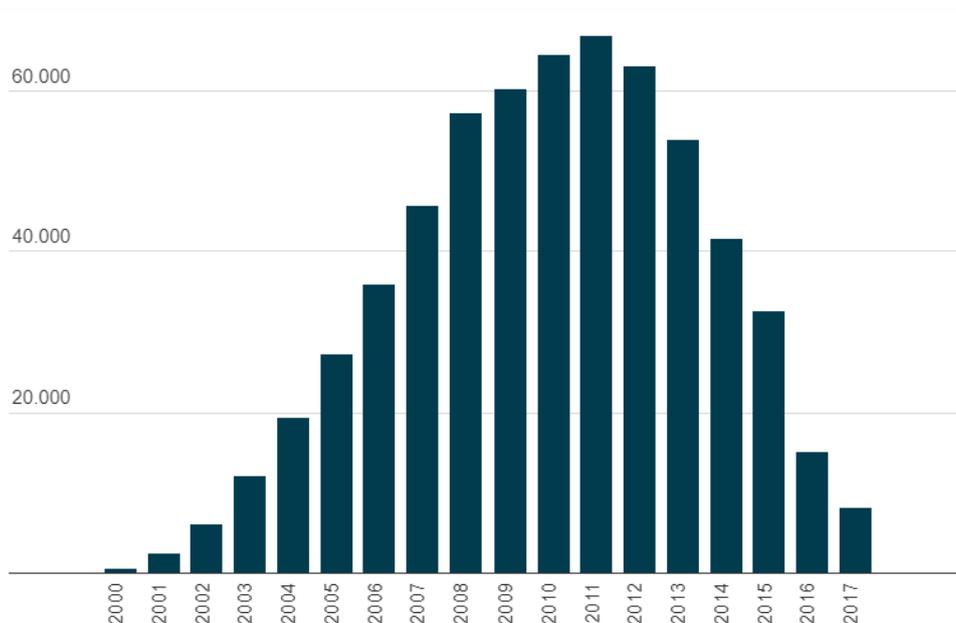
A falta de saber si se materializarán los efectos de las reformas anteriores en la sostenibilidad del sistema en el medio/largo plazo, lo que es indudable es que los problemas de insostenibilidad en el corto plazo y el miedo a una inevitable pérdida de poder adquisitivo de los jubilados están abriendo un debate cada año más intenso a nivel

<sup>4</sup> La revalorización de las pensiones acorde al IRP se publica cada año en los respectivos Presupuestos Generales del Estado.

social y político sobre cuáles pueden ser las posibles soluciones que aseguren un buen nivel de vida para este colectivo en el futuro.

Como reflejo de la evolución negativa de las cuentas de la Seguridad Social y generador de incertidumbre a nivel mediático destaca el inminente agotamiento del Fondo de Reserva. En esta “hucha de las pensiones”, como se ha explicado anteriormente, se depositan los excedentes generados por el sistema durante periodos de bonanza económica con el fin de disponer de ellos en periodos de crisis en los que los gastos superan a los ingresos. De esta manera, desde el año 2000 se consiguió recaudar 53.600 millones de euros procedentes de los excedentes, llegando a acumular 66.815 millones en 2011 al incorporar también los rendimientos de las inversiones realizadas con dichas aportaciones. Sin embargo, desde ese año se han realizado disposiciones por valor de 74.437 millones de euros para pagar las pagas extraordinarias de pensiones de junio y diciembre, reduciéndose el fondo acumulado a 31 de diciembre de 2017 a 8.095 millones de euros.

Gráfico 5. Evolución histórica de los recursos acumulados en el Fondo de Reserva de la Seguridad Social



Fuente: El Confidencial (2017) con datos de la Seguridad Social

Hoy en día el fondo se hubiera agotado en su totalidad de no ser por los altos rendimientos generados por las inversiones mayoritariamente en deuda pública española a corto plazo, cuyos intereses aumentaron durante la crisis (aunque en la actualidad están ofreciendo rendimientos negativos), y por la concesión de préstamos provenientes de los Presupuestos Generales del Estado a partir de 2017 con importe máximo anual de 10.192 millones, los cuales se espera que continúen realizándose durante los siguientes años, lo que implicaría la utilización por primera vez de impuestos para financiar el déficit de la Seguridad Social y mantener su sostenibilidad.

Ante este panorama, y bajo la presión de las constantes manifestaciones de jubilados exigiendo unas pensiones dignas, la Comisión del Pacto de Toledo se ha vuelto a reunir durante estos últimos meses de 2018 con el fin de proponer al nuevo gobierno nuevas medidas que puedan solucionar los problemas del sistema de pensiones, teniendo que ponerse de acuerdo todas las partes respecto a las fuentes de financiación, las pensiones mínimas, las cotizaciones máximas, la prolongación de la vida laboral, medidas de empleo que estimulen el aumento de las cotizaciones o la utilización de impuestos para financiar el déficit de la SS. Hasta el momento solo hay un principio de acuerdo de volver a vincular la revalorización de las pensiones al IPC, lo cual derogaría la reforma del 2013 concerniente al IRP y dispararía el gasto en pensiones en 2.363 millones, según un estudio de De la Fuente, García y Sánchez (2018), publicado por la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA).

## **3 Análisis del sistema privado de pensiones**

### **3.1 Precedentes históricos**

Los primeros sistemas de pensiones fueron fruto de la iniciativa privada y nacieron varios siglos antes de los sistemas públicos. Las cofradías religiosas fueron el instrumento propio de la previsión social en España desde el siglo XII al XVIII, las cuales más tarde fueron forzadas a convertirse en montepíos sin connotación religiosa por parte de los gobiernos ilustrados liberales (Pieschacón, 2007).

Cabe destacar que el fenómeno de la jubilación es relativamente joven ya que en las sociedades antiguas se trabajaba durante toda la vida de las personas, por lo que la previsión social de las anteriores asociaciones se limitaba a los riesgos de enfermedad, muerte e invalidez principalmente. No obstante, con la llegada de la revolución industrial y el aumento de la esperanza de vida apareció en 1904 lo que se considera el primer fondo de pensiones de España de la mano de la Caja de Pensiones para la Vejez en Barcelona, tal y como se ha comentado en el capítulo 2.

Sin embargo, la acción estatal y la obligatoriedad del sistema público de pensiones relegaron la previsión social privada a un segundo plano durante la mayor parte del siglo XX. Durante este periodo el sistema complementario estuvo dominado por la heterogeneidad en modalidad y tamaño, debido a la falta de reglamentación legal, pudiendo encontrar entidades de empresa, sindicales, profesionales, montepíos, cajas de previsión, etc. Además, muchas empresas se mostraron reticentes a realizar dotaciones o instituir sistemas complementarios de pensiones debido a la inseguridad legal generada por la ambigüedad de las normas tributarias vigentes, según Pieschacón (2007).

Mención especial dentro de ese conjunto de sistemas privados merecen las mutualidades laborales, mencionadas anteriormente en el capítulo 2. Complementarias al sistema público de pensiones durante la dictadura (SOVI) y de carácter obligatorio para los trabajadores, estas entidades organizadas por ramas de producción contaban con un importante elemento de capitalización en un primer momento. Sin embargo, al depender

estos entes del Estado, acabaron convirtiéndose en sistemas de reparto<sup>5</sup> similares al sistema público de pensiones que acabaron resultando ineficientes, dejándose llevar por motivaciones socio-políticas más que económicas. Según Pieschacón (2007), si se hubiera aprovechado la oportunidad de convertir dichas mutualidades laborales en instituciones capitalizadas seguramente hoy el sistema de protección social español hubiera contado con un pilar complementario más desarrollado. Finalmente, éstas acabaron desapareciendo en detrimento del nuevo sistema de Seguridad Social surgido al final de los años sesenta.

Con la llegada de la transición democrática se continuó apostando por el sistema público de pensiones, buscando la legislación sobre fondos de pensiones privados resultante fortalecer el mercado de capitales más que constituir un segundo pilar eficiente.

No es hasta el año 1987 cuando se consigue institucionalizar y establecer un marco regulatorio común para los sistemas privados de pensiones (capitalizados) con la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, la cual ha experimentado importantes modificaciones hasta la actualidad, además de complementarse con distintas disposiciones, órdenes ministeriales, reglamentos y otras normas con el fin de adaptarla a las nuevas circunstancias y a las directivas comunitarias.

### 3.2 Características de los planes y fondos de pensiones

En este apartado se va a desgranar la estructura y regulación de los principales instrumentos privados de ahorro para la jubilación, a saber, los planes de planes y fondos de pensiones. Además, se realizará una comparación de éstos con los fondos de inversión con la finalidad de detectar diferencias entre ambos instrumentos de ahorro a largo plazo.

---

<sup>5</sup> Sistema de seguro solidario para la vejez organizado sobre la base de un aporte obligatorio realizado por los trabajadores en actividad, con el que se forma un fondo para atender las pensiones y jubilaciones de los trabajadores retirados.

### 3.2.1 Diferencia entre planes y fondos de pensiones

La Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones vigente (BOE, 2004), define y separa ambos conceptos.

- **Planes de pensiones:** Productos de ahorro a largo plazo de carácter voluntario y finalista, cuya suscripción proporciona prestaciones económicas en caso de jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez, además de las contingencias excepcionales de enfermedad grave, desempleo de larga duración y rescate de las aportaciones realizadas con al menos 10 años de antigüedad, complementando de esta manera las pensiones públicas cubiertas por la Seguridad Social.
- **Fondos de pensiones:** Patrimonios, sin personalidad jurídica, creados para dar cumplimiento a los planes de pensiones integrados en él. Están constituidos por las aportaciones de los partícipes de los Planes integrados en el Fondo más los rendimientos obtenidos en sus inversiones. De esta manera, por analogía se asemejan a los fondos de inversión, dado que constituyen instrumentos financieros que canalizan flujos monetarios de ahorro-inversión. Sin embargo, dadas sus particularidades, los fondos de pensiones cuentan con una regulación distinta a la de los fondos de inversión, siendo estos últimos dependientes de la ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

Por tanto, a un mismo fondo se pueden adherir diversos planes de pensiones, favoreciendo esta medida la existencia de planes de reducido volumen.

### 3.2.2 Intervinientes en los planes de pensiones

Los elementos personales que dan realidad a los Planes de Pensiones son:

- **Promotor del plan (Sujeto constituyente):** Cualquier organización (empresa, sociedad, asociación, sindicato...) que fomenta la creación de un plan de pensiones y colabora en su desarrollo.
- **Partícipe (Sujeto constituyente):** persona física en cuyo interés se crea el plan, con independencia de que realice o no aportaciones.
- **Beneficiario:** persona física con derecho a la percepción de las prestaciones, haya sido o no partícipe

Las partes que intervienen en la gestión y control de los planes de pensiones son:

- **Entidad Gestora de Fondos de Pensiones:** Al carecer los fondos de personalidad jurídica, estas entidades se hacen responsable de la gestión de los fondos de pensiones, entre cuyas funciones destaca la llevanza de la contabilidad del fondo, decidir las inversiones a realizar, cumplir los requisitos de solvencia (patrimonio propio no comprometido) y otros trámites administrativos esenciales para el correcto funcionamiento del fondo. Serán sociedades anónimas, cuyo objeto exclusivo sea la administración de Fondos de Pensiones y las entidades aseguradoras autorizadas para operar en España en el ramo de seguro directo sobre la vida siempre que todas ellas cumplan los requisitos previstos en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.
- **Entidades Depositarias de Fondos de Pensiones:** Entidades de crédito con domicilio social o una sucursal en España (con la debida autorización y correspondiente registro como entidad depositaria), con el objetivo de recibir, custodiar y depositar los activos financieros del fondo, así como la instrumentación de los correspondientes cobros, pagos, traspasos de cuentas entre fondos, compraventa de valores, etc.
- **Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP):** Organismo administrativo dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad encargado de la supervisión y regulación del sector de los seguros y fondos de pensiones. Este mismo papel lo cumple la CNMV en el caso de los fondos de inversión.
- **Otros:** Comisión de Control del Plan (en Planes de Empleo y Asociados), Defensor del Partícipe (en Planes Individuales), Comisión de Control del Fondo.

### 3.2.3 Modalidades de planes de pensiones

La principal modalidad de planes de pensiones (Sistema de Empleo, Asociado o Individual) se define en función de quienes sean su promotores y partícipes, tal y como se puede apreciar en la siguiente tabla.

Tabla 6. Planes de Pensiones según sus sujetos constituyentes y Fondos de Pensiones en que se integran

Plan			Clase de Fondo
Modalidad	Promotor	Participes	
Sistema de Empleo	Empresa, sociedad, corporación o entidad	Empleados del promotor	Fondos de Pensiones de Empleo
Sistema Asociado	Asociación o sindicato	Asociados, miembros o afiliados	Fondos de Pensiones Personales
Sistema Individual	Entidad de carácter financiero	Personas físicas	

Fuente: Inverco (2019)

Además, se puede realizar otra categorización de los planes determinada por el tipo de inversión llevado a cabo, desde más conservador (menor rentabilidad) a más arriesgado (mayor rentabilidad) en 5 categorías según la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO):

- **Renta Fija a corto plazo:** Letras del Tesoro, Depósitos bancarios, Bonos corporativos, etc. con vencimiento menor o igual a dos años.
- **Renta Fija a largo plazo:** Bonos y Obligaciones del Estado y de Empresas y otros activos con vencimiento superior a dos años.
- **Renta Fija Mixta:** Los activos de renta variable suponen menos del 30% de la cartera
- **Renta Variable Mixta:** Los activos de renta variable suponen entre el 30% y el 75% de la cartera.
- **Renta Variable:** Los activos de renta variable suponen más del 75% de la cartera.

Además, existe una categoría adicional adecuada para perfiles conservadores:

- **Garantizados:** Planes para los que exista garantía externa de un determinado rendimiento, otorgada por un tercero.

### 3.2.4 Fiscalidad para partícipes y beneficiarios

Desde el punto de vista fiscal las aportaciones a Planes de Pensiones se asemejan a un salario diferido, por lo que su tratamiento es similar al de las cotizaciones y prestaciones de la SS, el cual se recoge en la ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) (BOE, 2006):

- **Aportaciones:** Las aportaciones, realizadas tanto por el promotor (empresario) como por el partícipe, permiten la reducción de la base imponible del IRPF de manera similar a las deducciones por cotizaciones a la SS, aunque de estas últimas solo son deducibles las cotizaciones del trabajador y no las de la empresa. Sin embargo, cuentan con un límite, siendo éste el menor entre 8.000€ anuales o el 30% de la suma de los rendimientos del trabajo. En caso de sobrepasar dicho límite, el exceso podrá ser reducido en los 5 ejercicios siguientes.
- **Traspaso:** El traspaso total o parcial entre planes de pensiones, sea de la misma o distinta gestora, se realiza sin coste y sin ninguna penalización fiscal. Es decir, no se pagan impuestos por las ganancias obtenidas hasta la fecha (plusvalía latente)
- **Prestaciones:** Una vez producida la contingencia, las prestaciones que reciben los beneficiarios se consideran rendimientos del trabajo y se integran en la base imponible general (al igual que ocurre con las pensiones públicas), aplicando el tipo impositivo correspondiente al nivel de ingresos (de 19% a 45%). Las prestaciones en forma de renta no cuentan con ninguna deducción, pero las realizadas en forma de capital pueden deducirse un 40%.

En cambio, en el caso de los fondos de inversión, las aportaciones no se consideran fiscalmente salario diferido, más bien ahorro, por lo que dichas aportaciones no reducen la base imponible del IRPF. Además, los traspasos entre fondos de inversión tampoco tributan, pero sí que se tiene que tributar en el momento del reembolso por la plusvalía obtenida, incluyéndose ésta en la base imponible del ahorro, tributando entre un 19 y 23% según tramos.

### 3.2.5 Comisiones

Los planes de pensiones soportan varias comisiones cuyos límites máximos están fijados por el Reglamento de planes y fondos de pensiones:

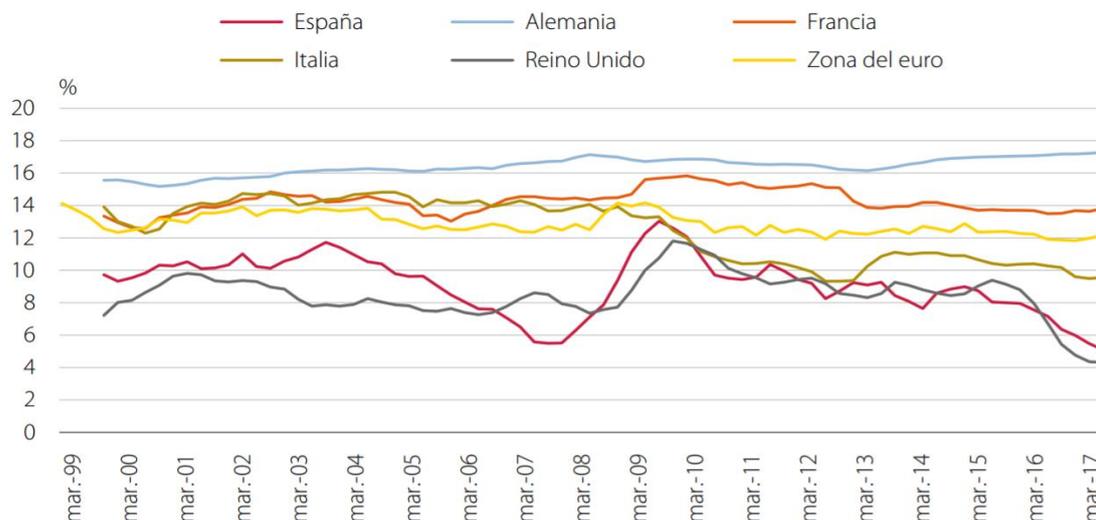
- **Comisión de gestión:** Cantidad fija anual que cobra la entidad gestora por la gestión del patrimonio, independiente de la evolución del plan, estando fijado su límite máximo en 1,5%. Opcionalmente, dicho límite se rebaja a un 1.2% en el caso de aplicar una comisión sobre la cuenta de resultados (máximo de 9%) ligada al rendimiento del plan.
- **Comisión de depósito:** Cantidad fija anual que cobra la entidad depositaria cuyo límite superior se sitúa en el 0.25%.

## 3.3 Situación del ahorro general

En primer lugar, para poder valorar la situación del ahorro privado para la jubilación se hace necesario tener una imagen global de la situación del ahorro en general en nuestro país.

Para empezar, la tasa de ahorro (renta disponible bruta menos consumo) de los hogares españoles ha sido inferior a la media de la zona euro, con independencia del ciclo económico, tal y como se puede apreciar en el gráfico 6.

Gráfico 6. Tasa de ahorro de los hogares: % de la renta bruta disponible

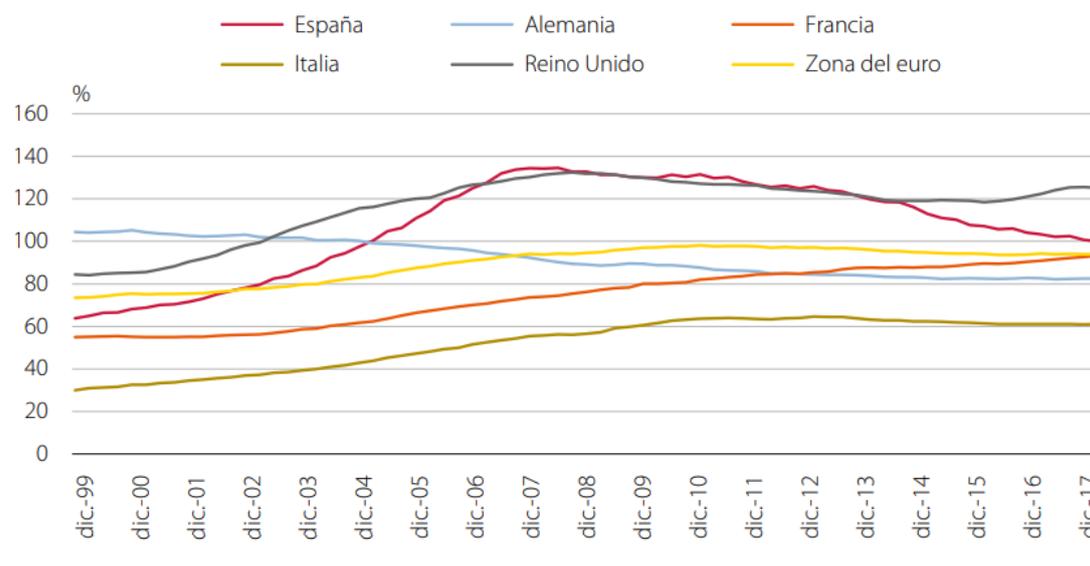


Fuente: CNMV (2018)

Según el análisis de la CNMV (2018), durante la etapa de crecimiento económico anterior a la crisis financiera el ahorro fue eclipsado por el consumo y el endeudamiento. Sin embargo, la incertidumbre generada por la llegada de la crisis disparó la tasa de ahorro hasta un 13%. Posteriormente, durante estos últimos años de recuperación económica, la tasa de ahorro ha vuelto a decrecer. En este periodo, además del incremento del consumo, la CNMV apunta hacia un crecimiento insuficiente de la renta disponible en gran parte de los hogares españoles, y por tanto de su capacidad para ahorrar, teniendo que destinar la mayoría de sus ingresos a cubrir las necesidades básicas de consumo.

Otra razón aportada para explicar este escaso ahorro radica en el peso que ha tenido en España el endeudamiento con el pago de hipotecas para la adquisición de viviendas.

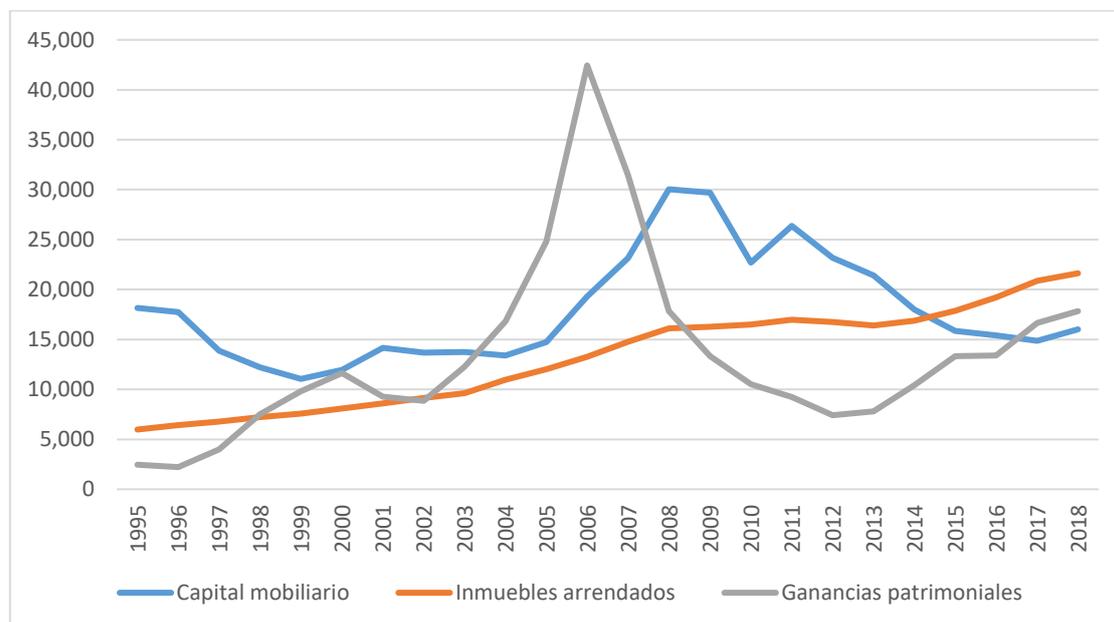
Gráfico 7. Endeudamiento de los hogares (% de la renta bruta disponible)



Fuente: CNMV (2018)

Tanto los bajos tipos de interés, como los incentivos fiscales hicieron que los pagos de la hipoteca fueran más atractivos que los precios del alquiler. Además, la escalada de los precios de la vivienda a un 16% anual entre el 1995 y 2007, convirtió los activos inmobiliarios en un instrumento alternativo de inversión, con una rentabilidad mayor a la de los productos financieros, por lo que también mucha gente, aparte del uso de vivienda habitual, compró casas con un fin especulativo y así lo avalan los importes de las ganancias patrimoniales declaradas en aquel periodo por la compraventa de inmuebles.

Gráfico 8. Evolución de las rentas de capital (en millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de la AEAT (2019)

Sin embargo, la crisis de 2008 y el subsecuente desplome de los precios de la vivienda mermaron la confianza de la población en estos bienes de menor liquidez como depósito de valor. Aun así, el 77,8% de la población en España continua siendo propietaria de la vivienda que habita frente al 69,3% de la media de la Unión Europea, habiendo sido sobrepasada estos últimos años por países del Este de Europa (Comisión Europea, 2019).

Teniendo en cuenta las anteriores características, la CNMV (2018), basándose en los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias realizada por el Banco de España (2014), se atreve a caracterizar de manera general la dinámica del ahorro y la inversión de una gran parte de los hogares españoles. Por una parte, los recursos procedentes del endeudamiento (y parte del ahorro en muchos casos) se destinan a la adquisición de activos no financieros (inmuebles principalmente)<sup>6</sup>, mientras que el ahorro restante se invierte en activos financieros. Normalmente, los españoles con ahorros escasos se decantan por los depósitos y cuentas corrientes para contrarrestar la iliquidez de las

<sup>6</sup> Según el Banco de España (2014), el 90% de las deudas contraídas por los hogares españoles están motivadas por la compra de vivienda (68,6% por la vivienda principal y 19,2% por otras propiedades inmobiliarias)

inversiones inmobiliarias, y solo en el caso de contar con unos ahorros mayores se atreven a invertir en otros productos financieros.

Figura 1. Flujo estándar del ahorro y la inversión de los hogares

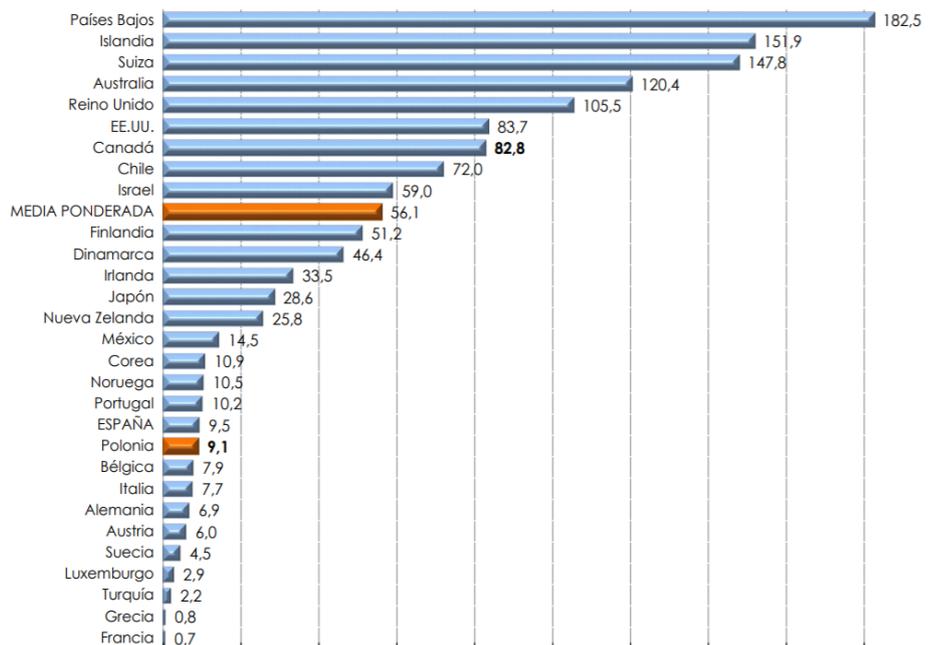


Fuente: CNMV (2018)

### 3.4 Situación del ahorro para la jubilación

Según el informe anual de 2018 sobre fondos de pensiones publicado por Inverco (2019, II), la cantidad invertida en fondos de pensiones en España ascendió a 107.033 millones de euros en 2018. Para poder visualizar el escaso peso de los fondos de pensiones en España dentro del conjunto de países desarrollados, se puede dividir el patrimonio total de los fondos de cada país entre el Producto Interior Bruto (PIB) correspondiente, obteniendo el siguiente ranking.

Gráfico 9. Patrimonio de los Fondos de Pensiones sobre PIB (%) en 2017

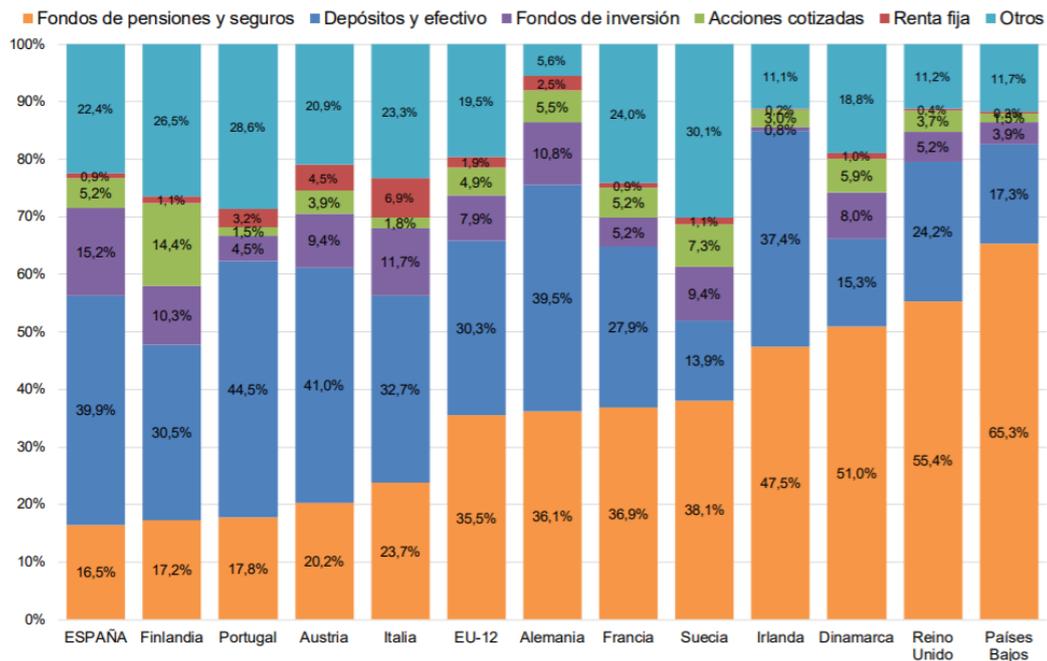


Fuente: Inverco (2019, II)

Además, si se relativiza este patrimonio de los fondos de pensiones sobre el total invertido en activos financieros, se puede visualizar el escaso peso que tiene el ahorro para la jubilación respecto al resto de países europeos, en detrimento de otros instrumentos, especialmente los depósitos y efectivo, por motivos que se han comentado en el apartado anterior.

## ALTERNATIVAS DE CAPITALIZACIÓN PARA EL SISTEMA ESPAÑOL DE PENSIONES

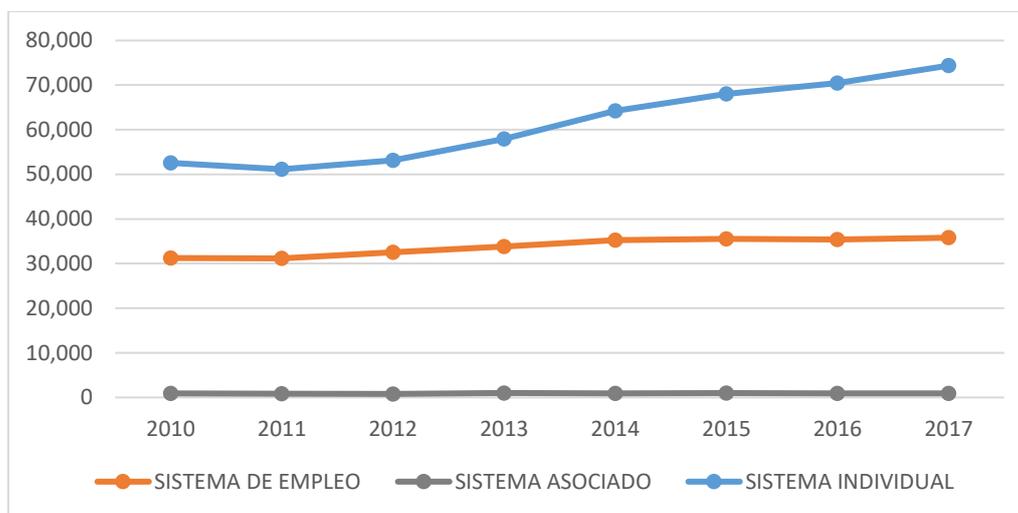
Gráfico 10. Distribución de los activos financieros de las familias europeas en 2018 (% del total)



Fuente: Inverco (2019, II) con datos del BCE

De estos 107.033 millones de euros, 72.247 (67%) pertenecieron al patrimonio del Sistema Individual, 33.957 (32%) al patrimonio del sistema de empleo y solo 829 al sistema asociado. El crecimiento patrimonial de dichas modalidades se puede observar en el siguiente gráfico.

Gráfico 11. Evolución del patrimonio de los fondos de pensiones según modalidad (millones de euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de Inverco (2019, II)

Cabe destacar el escaso crecimiento del Sistema de Empleo, basado únicamente en los rendimientos de las inversiones, dado que desde 2003 el volumen de las aportaciones ha sido reducido e incluso negativo desde 2012.

Como indicador del escaso desarrollo de planes de pensiones por parte de las empresas, se puede dividir el número de empresas que han promovido Planes de Pensiones según Inverco (14.434 en 2016, la mayoría de las cuales son grandes empresas) por el número total de empresas en España según el INE (3.236.582 en 2016, siendo la mayoría de ellas PYMES), lo que supone un escaso 0,4%.

Además, según datos de la OCDE (2017), la cobertura de los fondos de pensiones del sistema de empleo en 2016 se extiende únicamente al 3,3% de la población en edad de trabajar y 18,6% en el caso de los sistemas individuales, mientras que en 10 países desarrollados con un sistema voluntario de planes de pensiones privados (Alemania, República Checa, Irlanda, Estados Unidos, etc.), esta cobertura alcanza a más del 40% de la población en edad de trabajar, alcanzando porcentajes por encima del 70% en países con sistema obligatorios (Finlandia, Islandia, Suiza, etc.) o semi-obligatorios (Holanda, Suecia, Dinamarca, etc.).

Una de las principales razones por las que los fondos de pensiones no han arraigado en nuestro país radica en la generosidad de las pensiones públicas, ofreciendo hasta ahora la tasa de sustitución más alta de Europa, por lo que la pérdida de poder adquisitivo con la jubilación ha sido mínima.

Sin embargo, a pesar de lo anterior, se evidencian diversas carencias en los fondos de pensiones privados que pueden haber contribuido a su escaso desarrollo y consolidación como sistema complementario efectivo, destacando los siguientes:

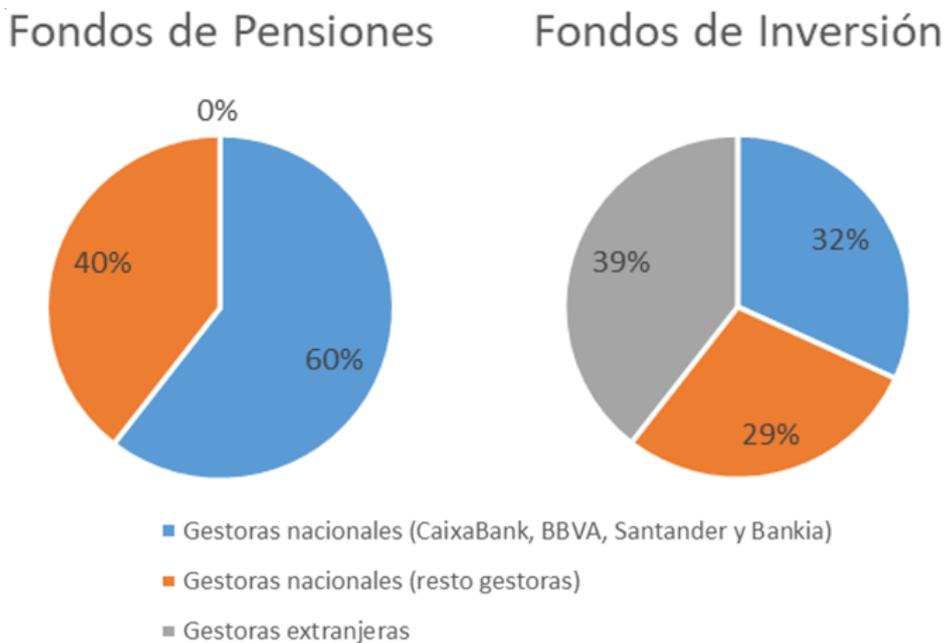
### 3.4.1 Peligro de oligopolio

La oferta de planes de pensiones en España está dominada mayoritariamente por las principales entidades bancarias a nivel nacional (Caixa Bank, BBVA, Santander y Bankia), actuando para un mismo fondo como entidades depositarias, gestoras (a través de la creación entidades gestoras dependientes para tal fin) e incluso promotoras (en el caso de sistemas individuales, los cuales componen el 65% de su oferta). Si agregamos los datos del ranking de fondos de pensiones a 31 de diciembre de 2018 publicado por Inverco (2018), de los 107.032 millones de euros de patrimonio del total de los fondos de pensiones, 64.754 millones están depositados en los bancos anteriormente citados y gestionados por sus entidades gestoras dependientes (VidaCaixa, BBVA Pensiones y Gestión de Previsión Y Pensiones, Santander Pensiones y Bankia Pensiones, correspondientemente), lo que supone un control del 60% del mercado.

Parte de la causa de la progresiva oligopolización del sector radica en una barrera de entrada legal, la cual limita la gestión de fondos de pensiones exclusivamente a entidades cuyo domicilio social se sitúe en España, según el artículo 78 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (BOE, 2004). Esta norma reduce la presencia internacional, limitándose ésta a empresas multinacionales que ya contaban con una filial en nuestro país o que pueden permitirse el elevado coste de crearla (Ej. Allianz, AXA, Deutsche, etc.). En cambio, en el caso de los fondos de inversión la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) no impone ninguna restricción de este tipo, por lo que empresas extranjeras pueden registrar sus productos en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y comercializarlos en España sin tener necesariamente una

filial en nuestro país. De esta manera, de los 425.551 millones de euros de patrimonio total de los fondos de inversión a 31 de diciembre de 2018, 168.000 millones (39%) pertenecen a IIC extranjeras, según Inverco (2018, II) por lo que el control de estos instrumentos por parte de las cuatro principales entidades bancarias nacionales mencionadas anteriormente se diluye a 135.506 millones de patrimonio, lo que supone el 32% del patrimonio total (Inverco, 2018 III)

Gráfico 12. Patrimonio según tipo de gestor (en %) a 31 de diciembre de 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de Inverco (2018)

Además, una de las prácticas recurrentes con cierto carácter oligopólico en este sector son las bonificaciones por el traspaso de los planes de pensiones entre entidades. En lugar de centrar sus esfuerzos en captar nuevos clientes en el mercado del ahorro para la jubilación, estas promociones, habituales en el sector bancario, pretenden “robar” clientes a la competencia a través de una recompensa en forma de efectivo (% de la cantidad traspasada) o regalo, exigiendo a cambio un periodo de permanencia mínimo que ronda los 5 años. Este escenario se asemeja al protagonizado por los operadores de internet, telefonía y televisión en el que la mayoría de clientes rotan de operador en operador a la

caza de ofertas que reduzcan la factura final para combatir la orquestada subida de precios. Del mismo modo, estas bonificaciones por el traspaso de planes suponen un cebo a corto plazo que distraen a los ahorradores del principal elemento que reduce la rentabilidad de dichos instrumentos financieros, a saber, las comisiones y el rendimiento de las inversiones, analizados en los siguientes apartados.

Figura 2. Ejemplo de campaña publicitaria para el traslado de planes de pensiones



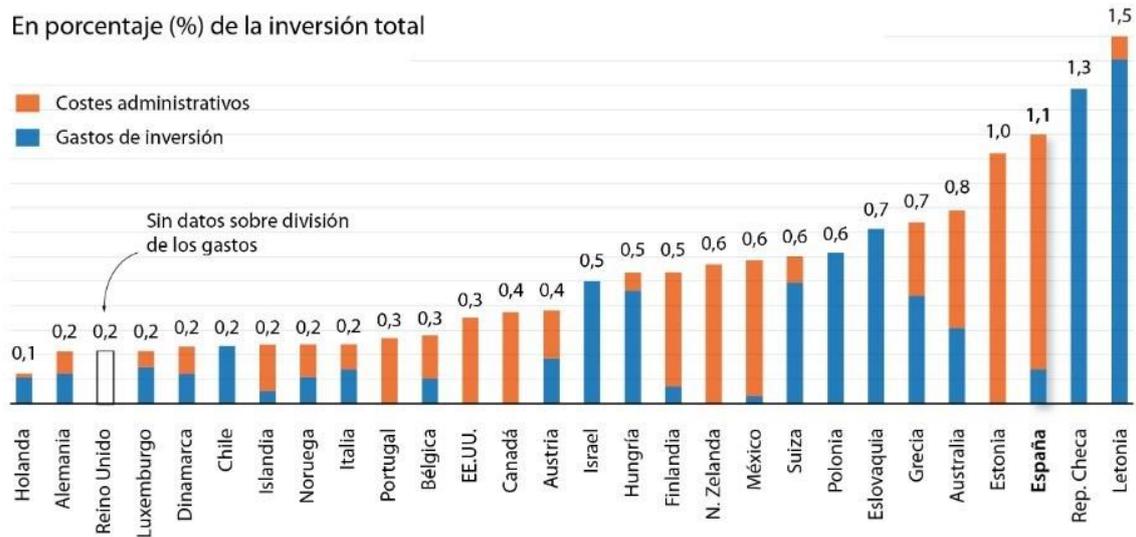
The advertisement features a blue header with the BBVA logo on the left. To the right of the logo, the text reads "Traslada tu plan y disfruta de una bonificación del 3%". A green button with the word "Solicitar" is positioned to the right of the percentage. Below the header is a photograph of a family: a man is helping a young girl ride a bicycle on a paved street, while a woman crouches in the background with her arms outstretched. In the upper right corner of the photo, text in blue says "Sorteo de 1.000 € Solo hasta el 31/12". At the bottom of the advertisement, a blue banner contains the white text "Empieza a ganar dinero ya con los planes de pensiones de BBVA".

Fuente: HelpMyCash (2019)

### 3.4.2 Altas comisiones

Según la OCDE, en 2016 España fue el tercer país donde la media de los costes de los planes de pensiones fue más alta entre los países desarrollados, tal y como se puede observar en la figura 19, lo que evidencia una falta de eficiencia del mercado español.

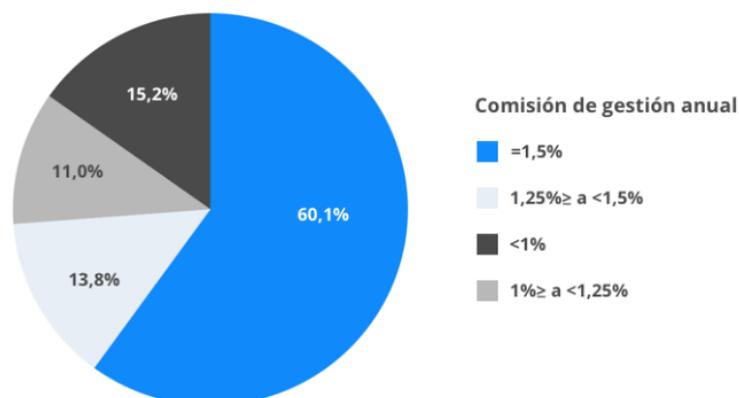
Gráfico 13. Coste de los planes de pensiones privados en países de la OCDE en 2016.



Fuente: ABC (2018) con datos de OECD Global Pension Statistics

Ante estas elevadas comisiones, probablemente causadas por la falta de competencia en un sector tendente al oligopolio, el Estado se vio obligado a intervenir poniendo límites. En 2014 ya redujo la comisión de gestión máxima del 2% al 1,5% y la de depósito del 0,5% al 0,25%, reflejadas en el Reglamento de planes y fondos de pensiones. Aun así, la mayoría de planes de pensiones continuaron cargando el máximo permitido (ver Gráfico 14), incluidos muchos de los fondos que invertían en renta fija, a pesar de la baja rentabilidad ofrecida en los últimos años.

Gráfico 14. Porcentaje de planes de pensiones por comisión de gestión en 2017



Fuente: Finizens (2017) con datos de Morningstar Direct

Es por ello que en 2018 el gobierno decidió aplicar distintos límites a las comisiones de gestión según la política de inversión de los fondos de pensiones de la siguiente manera, además de reducir el límite de la comisión de depósito del 0,25% al 0,20%:

- Fondo de pensiones de renta fija: 0,85 por ciento anual.
- Fondo de pensiones de renta fija mixta: 1,30 por ciento anual.
- Resto de fondos de pensiones: 1,50 por ciento anual.

A pesar de estas medidas, las comisiones de los fondos de pensiones españoles continúan estando entre las más altas de los países de la OCDE.

### 3.4.3 Bajos rendimientos

A diferencia de los fondos de inversión, generalmente se ha asociado a los planes de pensiones como una inversión ilíquida a largo plazo, a pesar de la nueva medida que permite rescatar las aportaciones y rendimientos con diez años de antigüedad. Es por ello que, dada la naturaleza de este instrumento de inversión, la mayoría de ahorradores ha optado tradicionalmente por invertir en planes de pensiones de renta fija que “aseguraran” una mínima rentabilidad anual sin tener que exponerse ni depender de la volatilidad que caracteriza a los vehículos de renta variable. De esta manera, según Inverco, a 31/12/2010 el 42% del patrimonio total de fondos de pensiones estaba colocado en renta fija, 36% en

renta fija mixta, mientras que la renta variable mixta y la variable únicamente suponían el 12% y 11% respectivamente.

Sin embargo, las políticas de expansión cuantitativa del Banco Central Europeo (BCE) para estimular la economía europea a través de la compra masiva de bonos estatales (y de empresa en menor medida) redujo la rentabilidad de estos activos de renta fija<sup>7</sup>, llegando a ofrecer rentabilidades negativas en muchos casos. Por este motivo, durante estos últimos años los ahorradores han ido desviando su patrimonio invertido hacia la renta variable en busca de una mayor rentabilidad. En el caso de los fondos de pensiones se puede observar como a 31/12/2018 el porcentaje del patrimonio total invertido en renta fija se redujo al 20%, aumentando la renta fija mixta, la renta variable mixta y la renta variable al 42%, 24% y 14%, respectivamente. Aun así, la renta fija continúa teniendo un gran peso en las carteras de inversión de los fondos de pensiones.

A pesar de todo, las estadísticas demuestran como la mayoría de fondos de pensiones (una vez descontadas las comisiones de la rentabilidad final) han perdido poder adquisitivo, no pudiendo sus rendimientos superar la variación del IPC, especialmente en los últimos 3 años pero también años atrás en el caso de la renta fija, la cual, como hemos explicado anteriormente, ha tenido un mayor peso en el sector de los fondos de pensiones:

*Tabla 7. Rentabilidades reales medias anuales de los planes de pensiones a 31/12/2018 (en %) en comparación a la tasas de inflación medias anuales*

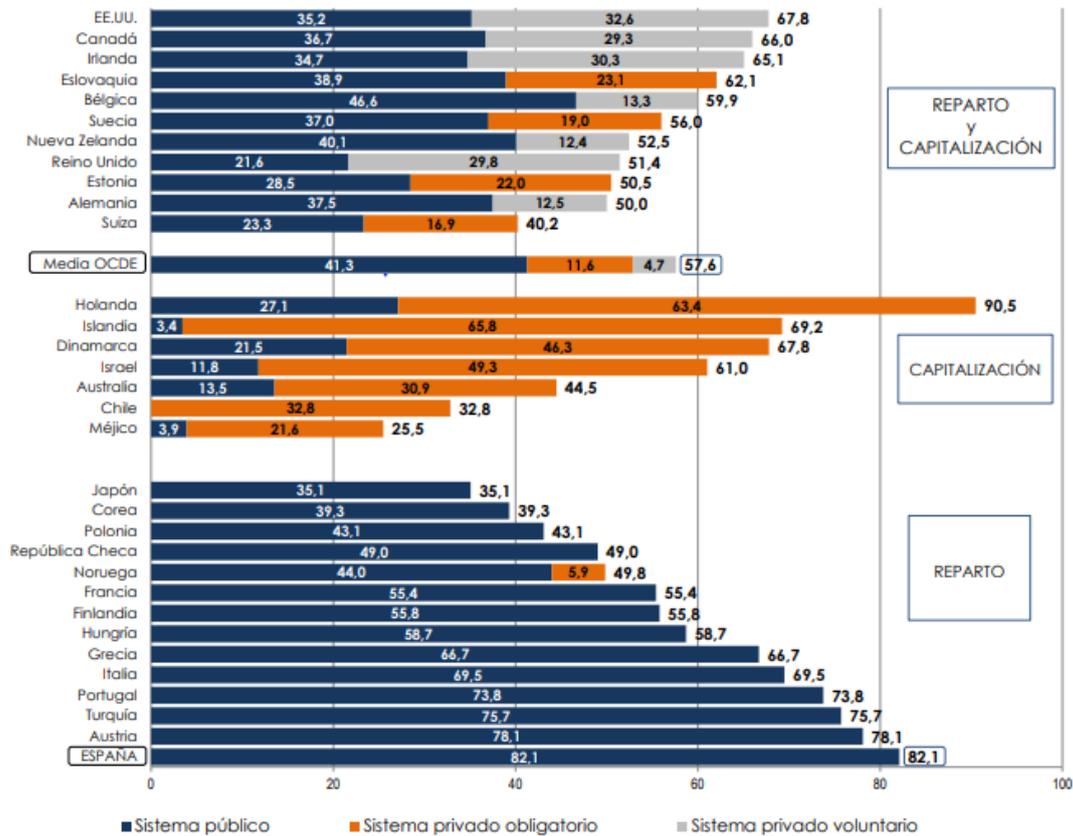
	25 años	20 años	15 años	10 años	5 años	3 años	1 año
RENDA FIJA CORTO	1,55	1,49	0,84	0,78	-0,01	-0,47	-1,79
R. FIJA LARGO	3,07	1,73	1,87	2,13	1,37	-0,31	-2,01
R. FIJA MIXTA	3,12	1,52	1,54	1,77	0,40	-0,60	-4,08
R.VARIABLE MIXTA	3,69	2,43	3,03	4,02	1,61	0,46	-6,55
R. VARIABLE	3,58	0,75	3,44	6,44	3,42	0,87	-10,10
<b>IPC</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Inverco e INE

<sup>7</sup> Con esta compra masiva el BCE ha buscado ampliar y abaratar la financiación de estados y empresas. También, al introducir liquidez en el sistema se reducen los tipos de interés y se fomenta la concesión de créditos a particulares y empresas para aumentar el consumo y la inversión.

## 4 Propuesta de reforma estructural

Gráfico 15. Tasas de sustitución pública y privada de la OCDE en 2015



Fuente: Inverco (2019, II) con datos de la OCDE

Es indudable que el envejecimiento de la población va a perjudicar gravemente a los sistemas públicos de pensiones basados en el reparto. El principal pilar sobre el que se sustentan dichos sistemas, la solidaridad intergeneracional<sup>8</sup>, se ideó y construyó en una época en la que la estructura demográfica de aquella sociedad, con una población joven

<sup>8</sup> Principio que rige el funcionamiento de los sistemas de reparto en el que los trabajadores, a través de sus cotizaciones, financian las pensiones de los actuales jubilados con la esperanza de que los futuros trabajadores hagan lo mismo cuando ellos se jubilen.

y adulta mucho mayor a la población anciana (por la alta natalidad, la corta esperanza de vida, etc.), aseguraba la sostenibilidad financiera de estos modelos, a la par que generaba pensiones suficientes. Sin embargo, el progresivo envejecimiento de la población desequilibra este reparto intergeneracional, ya que las cotizaciones de los trabajadores empiezan a ser insuficientes para financiar el aumento del gasto en pensiones.

En el caso de España, existe una fuerte dependencia del sistema público de reparto, dado que hasta ahora su configuración ha cumplido con éxito el propósito de minimizar la pérdida de poder adquisitivo de los jubilados con las tasas de sustitución más altas de Europa (ver Gráfico 15). Es por ello que los planes de pensiones privados complementarios no han llegado a ser vistos como esenciales para mantener el nivel vida, de ahí su escaso desarrollo en nuestro país.

Sin embargo, a pesar de los cambios demográficos que se están produciendo, los distintos gobiernos han optado por continuar como hasta ahora con la configuración tradicional del sistema de reparto, realizando reformas paramétricas para mantenerlo a flote a través de la modificación de variables mencionadas en apartados anteriores (aumento de la edad jubilación, del periodo de cómputo para la base reguladora, de los años cotizados para recibir pensión íntegra, etc.). El efecto conjunto de estas medidas desencadenará una progresiva reducción de las pensiones iniciales, tal y como se ha explicado en apartados anteriores, así como una consecuente reducción del gasto en pensiones, siendo ésta la vía rápida elegida para combatir los problemas de sostenibilidad financiera

Por este motivo, dado que la OCDE estima que España experimentará la mayor caída de todas las tasas de sustitución europeas, pasando de un 82,1% en 2015 a un 50% en 2050, se hace necesario buscar alternativas viables que se adapten al nuevo paradigma demográfico, de manera que se minimice la inevitable pérdida de poder adquisitivo de los futuros jubilados y se mantenga la sostenibilidad financiera a largo plazo de la manera más justa posible, todo esto a través de una reforma estructural.

En este sentido, tal y como viene siendo la tónica en los sistemas de pensiones de muchos países, estos cambios estructurales comparten el mismo denominador común, siendo éste la necesidad de incorporar elementos de capitalización en la ecuación y de responsabilidad individual ante la nueva situación, desarrollando además diversos pilares,

públicos y privados, de manera que se diversifiquen las fuentes de ingresos de los jubilados. Sin embargo, existe una gran variedad de modelos que se pueden aplicar, tantos como países, por lo que se intentará adaptar las propuestas a las necesidades y particularidades de nuestro país.

### 4.1 Sistema público basado en cuentas nocionales

Este país báltico fue de los primeros en prever el impacto negativo que el envejecimiento de la población tendría sobre su sistema de pensiones, la configuración del cual se asemejaba al actual modelo español, caracterizándose por una fuerte dependencia del sistema público de reparto de prestación definida. Es por ello que durante los años noventa, más allá de realizar constantes modificaciones de los parámetros del sistema como las llevadas a cabo por muchos países europeos hasta día de hoy, se decidió, tras un amplio consenso político, realizar una reforma profunda del sistema a través de una reconfiguración novedosa del sistema público a la par que una disminución de su peso (*Inkonstpension*), para así dar paso a la incorporación de pilares complementarios de capitalización (*Premiepension, tjänstpension, eget sparande*) (Swedish Pension Agency, 2018). Los resultados positivos cosechados hasta la fecha en Suecia avalan este sistema como referente en el panorama de las pensiones.

Figura 3. Sistema sueco de pensiones



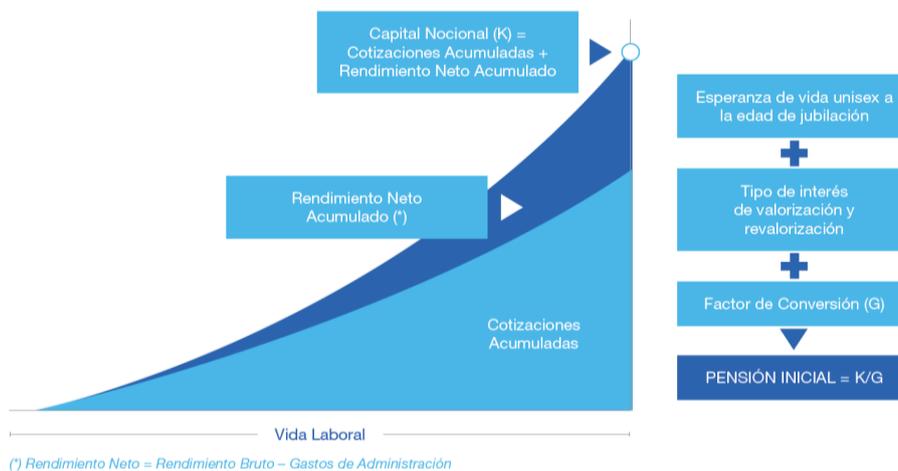
Fuente: Swedish Pensions Agency (2018)

La medida más novedosa de la reforma sueca fue la reconfiguración del sistema público de pensiones con la introducción del modelo de cuentas nocionales.

La transición hacia este modelo mantuvo el sistema público de reparto en el que las pensiones de un periodo son financiadas con las cotizaciones de los trabajadores del mismo periodo, pero cambió sustancialmente la manera en que se calculan éstas con la introducción de elementos actuariales y de capitalización, pasando de un sistema de prestación definida (como el español) a uno de aportación definida.

Este modelo funciona acumulando en cuentas ficticias individuales tanto las aportaciones de cada cotizante como su respectiva rentabilidad virtual<sup>9</sup>, la cual queda ligada a algún tipo de índice. Una vez llegada la jubilación, la pensión se calcula aplicando a dicho fondo nocional un factor de conversión de carácter actuarial, el cual tiene en cuenta la esperanza de vida de la cohorte del pensionista y la posible revalorización de la pensión, etc.

Figura 4. Esquema Acumulación Cuentas Nocionales



Fuente: Devesa et al. (2017)

<sup>9</sup> Cabe destacar que estas cuentas nocionales individuales son una mera anotación contable a efectos del cálculo de la futura pensión, ya que jamás se produce una acumulación de fondos en cuentas reales ni inversión en instrumentos financieros, dado que el sistema sigue siendo de reparto y no de capitalización.

En el caso de Suecia, el tipo de cotización a cargo de los trabajadores asciende al 7% del salario bruto y el tipo a cargo de la empresa al 16% de la base de cotización (salario bruto menos la cotización del trabajador), mientras que la rentabilidad queda vinculada a la variación de salario medio, produciendo desde 1995 una rentabilidad media del 2,8%. (Swedish Pensions Agency, 2018). La acumulación de estos dos elementos conforma el capital nocional, el cual, una vez llegada la jubilación, se divide entre la esperanza de vida ajustada por la actualización esperada de las pensiones, la cual se fija en un 1,6% correspondiente al crecimiento esperado de la economía sueca. Tras la aplicación del factor de conversión anterior, se obtiene la pensión inicial, la cual se revaloriza también anualmente según el crecimiento del salario medio, de manera que la variación del poder adquisitivo sea igual para trabajadores y jubilados, produciéndose un ajuste por el 1,6% de revalorización estimada utilizada previamente en el factor de conversión de la siguiente manera:

$$\text{Revalorización anual} = \frac{1 + \text{crecimiento salario medio}}{1,016}$$

Además, el sistema de cuentas nocionales protege a sus participantes contra el riesgo de sobrevivir a la esperanza de vida estimada a través de la redistribución (tanto en la fase de acumulación como desacumulación) del capital de las personas fallecidas que pertenezcan a la misma generación del participante, asegurando de esta manera rentas vitalicias (Palmer, 2005).

Figura 5. Esquema Desacumulación Cuentas Nocionales



Fuente: Devesa *et al.* (2017)

Según Devesa *et al.* (2017), las ventajas del sistema de cuentas nocionales respecto al modelo actual español (similar al anterior sueco) son las siguientes:

- Sostenibilidad actuarial, la cual permite atenuar el “riesgo” de que las pensiones sean más generosas de lo que teóricamente puede soportar el sistema y hacer que el sistema sea más “justo”. Antes de la reforma de 2011, por cada euro de cotización, el sistema español devolvía 1,46 euros (1,24 tras la reforma).
- Mayor contributividad, dado que cuando más se cotice mayor será la pensión, lo cual estimula el retraso de la edad de jubilación para los que lo necesiten.<sup>10</sup> Además, también fomenta la necesidad de trabajar y cotizar en los primeros años de la vida laboral gracias al efecto multiplicador que tiene la “capitalización” compuesta a lo largo del tiempo en el capital acumulado. En cambio, con el sistema español actual solo son importantes las bases de cotización de los últimos 25 años y no de toda la carrera laboral para el cómputo de la pensión inicial, además de que el tipo de cotización y las cantidades aportadas no influyen en dicho cálculo.

<sup>10</sup> Con el sistema de cuentas nocionales la edad de jubilación es flexible, de manera que no se hace necesaria la fijación de una edad legal de jubilación. Consecuentemente, tampoco se requiere bonificar el retraso de ésta ni penalizar el retiro anticipado. En el caso de Suecia se establece una edad de retiro mínima de 61 años, sin fijar un límite máximo.

- Mayor transparencia, dado que en cualquier momento se puede saber la cuantía teórica acumulada por cada individuo, por lo que se pueden tomar decisiones de ahorro más precisas.

Además, también se disminuye la incertidumbre ya que con este sistema no sería necesaria la modificación recurrente de parámetros como ocurre con el actual (edad de jubilación, condiciones de acceso, etc.), por lo que se pueden realizar proyecciones de las futuras pensiones con mayor seguridad. Esta estabilidad en la configuración del sistema produciría una equidad en las pensiones de las distintas generaciones de jubilados en términos de tanto interno de rendimiento.

Sin embargo, la transición a un modelo de cuentas nocionales no conseguiría solucionar los siguientes problemas, los cuales también se producen con el sistema actual de prestación definida:

- Sostenibilidad financiera no garantizada, dado que el sistema continúa siendo de reparto, por lo que los vaivenes demográficos y económicos pueden producir periodos de déficit tal y como ocurre con el actual modelo. Por este motivo, el sistema público de pensiones sueco incorpora un mecanismo automático de estabilidad financiera que suspende temporalmente tanto la rentabilidad de las cuentas nocionales como la revalorización de las pensiones hasta que se corrija dicho déficit de caja, sin ningún tipo de decisión política.
- Incumplimiento del principio de suficiencia y solidaridad, dado que el cálculo actuarial puede generar pensiones escasas en algunos casos. Por este motivo, tal y como ocurre en muchos modelos de pensiones como el español o el sueco, se haría necesaria la implantación de una política de pensiones mínimas (complementos a mínimos) financiada con impuestos.

### 4.1.1 Comparación práctica

En este apartado se va a proceder a demostrar a través de un ejemplo práctico muy simplificado la mayor justicia contributiva y actuarial de un sistema de reparto de contribución definida basado en cuentas nocionales frente a un sistema de reparto de aportación definida, basado en la configuración actual del sistema español de pensiones.

Para tal fin, se van a comparar las diferentes Tasas Internas de Retorno (TIR) que producirían las contribuciones y aportaciones generadas con la aplicación de ambos sistemas sobre un mismo individuo tipo al variar el número de años cotizados. Con el propósito de facilitar dicha comparación, las características de este individuo tipo se reducen a:

- Salario bruto constante en el tiempo de 24.000 € anuales (2.000 € mensuales), aunque dicho importe no influye en las TIRs que se van a calcular.
- Aportación total del 28,30% de dicho salario bruto entre la parte de la empresa y el trabajador (porcentaje que se corresponde con las cotizaciones a la Seguridad Social del sistema actual),
- Edad de jubilación a los 67 años, asumiendo que la reforma de 2011 está completamente implantada.
- Esperanza de vida de 90 años, nivel que será alcanzado en el futuro según las proyecciones del INE (2016).

Se considera importante remarcar que parte de la simplicidad de la presente aplicación práctica radica en el hecho de que se ha decidido omitir elementos esenciales en la dinámica real de los sistemas de pensiones, como la revalorización de los salarios y las pensiones o el factor de sostenibilidad, los cuales tienen una influencia mínima en las conclusiones generales que se pretenden alcanzar. En el caso del sistema de cuentas nocionales, también se elimina del cálculo la rentabilidad nocional, dado que va ligada al mismo índice con el que se revalorizan las pensiones, por lo que el efecto sobre la TIR se anula en gran medida al omitir ambos.

La metodología a seguir consiste, en primer lugar, en calcular todas las contribuciones anuales del individuo (aplicando el porcentaje de cotización al salario anual) suponiendo que empieza a trabajar a los 23 años y se jubila a los 67, cotizando de esta manera durante 44 años. A continuación, se calcula la pensión resultante según el sistema empleado:

- Sistema actual de prestación definida: Se consideran los parámetros del año 2027, una vez se complete la fase de transición de las reformas de 2011, de manera que la pensión inicial se obtiene calculando el promedio de las bases de cotización de los últimos 25 años, obteniendo una base reguladora a la cual se le aplica un

porcentaje según los años cotizados (pasando del 50% con 15 años cotizados al 100% con 37).

- Sistema de cuentas nocionales: Al fondo nocional acumulado en la fecha de jubilación, constituido por el total de las contribuciones a lo largo de la carrera laboral, se le aplica un factor de conversión, el cual corresponde a la esperanza de vida correspondiente a la edad de jubilación, en este caso 23 (de 67 a 90).

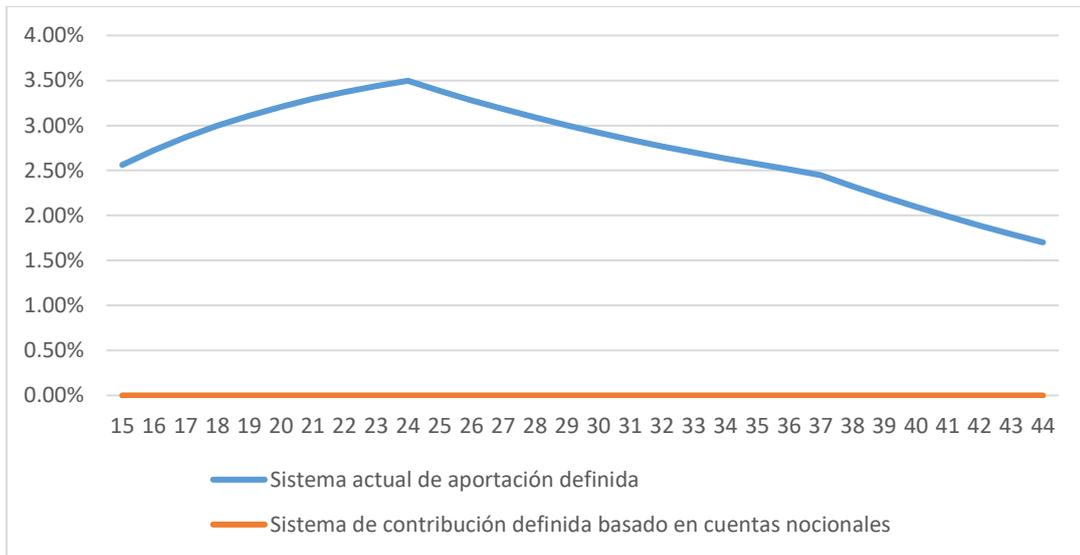
Finalmente, se considera en ambos sistemas que el individuo fallece a los 90 años, por lo que recibe la pensión durante 23 años.

De esta manera, considerando la situación en forma de inversión, se obtienen unos flujos negativos (contribuciones) y positivos (aportaciones) a los que se le puede aplicar la fórmula de la Tasa Interna de Retorno para medir la rentabilidad de la inversión. Esta TIR se define como el tipo de interés que hace que el Valor Actual Neto (VAN) sea 0. Además, dado que el signo de los flujos de caja solo cambia una vez, se obtiene un único TIR en lugar de múltiples.

Seguidamente, se disminuye el número de años cotizados, asumiendo que el individuo empieza a trabajar esta vez a los 24 años (43 años cotizados), manteniendo el resto de parámetros y variables inalterados y calculando la correspondiente TIR.

Se repite este proceso hasta el último escenario considerado, en el que el trabajador hipotéticamente empieza a cotizar a los 52 años (15 años cotizados), obteniendo finalmente dos series de TIRs según los años cotizados, una para cada sistema.

Gráfico 16. TIR según años cotizados por un individuo tipo en diferentes sistemas de pensiones



Fuente: Elaboración propia

De los resultados anteriores cabe destacar dos conclusiones:

- Por una parte, se observa como la rentabilidad del sistema actual es superior a la de uno basado en cuentas nocionales, independiente del número de años cotizados. Además, destaca que la rentabilidad de las cuentas nocionales sea perfectamente 0%. Éste hecho se debe a que en el presente simulacro se ha utilizado una esperanza de vida (factor de conversión) igual a la edad efectiva de fallecimiento del individuo tipo. Sin embargo, cabe destacar que, independientemente del sistema utilizado, dicha TIR variará positivamente con cada año que sobreviva el jubilado recibiendo pensiones, siendo esta una de las características de los sistemas de pensiones. En el caso de los sistemas de cuentas nocionales, se deduce que generalmente dicha TIR empezará a ser positiva cuando el individuo consiga sobrevivir a la esperanza de vida correspondiente, por lo que se puede concluir que este sistema es actuarialmente más justo.
- Por otra parte, destaca la irregularidad de la TIR del sistema actual, la cual varía según los años cotizados, en comparación con la regularidad de la TIR del sistema de cuentas nocionales. La causa de esta irregularidad radica en las reglas de cálculo

de la pensión explicadas anteriormente, las cuales distorsionan la equidad contributiva. Por poner un ejemplo, la pensión a percibir sería la misma empezando a cotizar a los 23 que a los 30, año a partir del cual empezaría a reducirse desde el 100% el porcentaje aplicado a la base reguladora. Además, el gráfico evidencia la existencia de momentos óptimos durante la carrera laboral en los que se puede conseguir una rentabilidad máxima. Por el contrario, un sistema de contribución definida basado en cuentas nocionales generaría una justa contributiva mayor, dado que un mayor esfuerzo contributivo se ve reflejado proporcionalmente en una mayor cuantía de la pensión.

### 4.2 Sistema privado semi-obligatorio basado en las finanzas conductuales

Una vez cubierto el pilar público con un sistema actuarialmente justo como el de las cuentas nocionales, quedaría decidir cómo reforzar el pilar privado para acabar de introducir la capitalización e individualización del sistema, necesario para complementar la futura pensión de jubilación.

Actualmente en España, la opción de ahorrar para la jubilación a través de fondos de pensiones continúa siendo voluntaria, tanto individuales como de empleo. Sin embargo, a pesar de todos los incentivos y regulaciones que ha aplicado el Estado para hacerlos más atractivos (incentivos fiscales, limitar las comisiones de gestión para aumentar su rentabilidad, permitir la retirada de aportaciones con más de 10 años en el fondo para aumentar su liquidez, etc.), la contratación de estos productos financieros continúa siendo escasa en comparación con el resto de países de la OCDE, como hemos visto en apartados anteriores, especialmente la de los planes de empleo.

En este sentido, las finanzas conductuales<sup>11</sup> nos pueden ayudar a comprender mejor por qué las personas no ahorran lo suficiente para su jubilación. En el caso del ahorro para la jubilación, la complejidad y multiplicidad de opciones a las que las personas se tienen

---

<sup>11</sup> Las finanzas conductuales es un campo que analiza las finanzas desde un punto de vista psicológico, admitiendo que en la toma de decisiones las personas tienen sesgos emocionales y cognitivos, más allá de la perfecta racionalidad de los inversores/ahorradores/consumidores con la que las finanzas tradicionales han cimentado su hipótesis sobre la eficiencia de los mercados.

que afrontar por si solos (decidirse a invertir, escoger proveedor, elegir plan, fijar un porcentaje de contribución, etc.) limita su capacidad racional de tomar de decisiones, “¿Tienen los empleados las habilidades necesarias para planificar su jubilación? – Para mucha gente, pedir que resuelvan el problema del ahorro para su jubilación es como pedir que construyan sus propios coches” (Benartzi y Thaler, 2004). Además, también existe lo que Mullainathan y Thaler (2000) llaman “auto-control limitado”, es decir, los individuos tienen las creencias e intenciones correctas, pero carecen de la fuerza de voluntad necesaria para llevar a cabo los cambios de comportamiento correspondientes.

Teniendo en cuenta lo anterior, es evidente que el actual escenario del sistema complementario de pensiones en España, en el cual existe una gran oferta de fondos y planes de pensiones y una total libertad de elección por parte de las personas, no ayuda a fomentar el ahorro para la jubilación. Por este motivo, tal y como se viene haciendo en diversos países con una mayor tradición en el ahorro privado, se pueden diseñar sistemas de pensiones a nivel de estado, empresas y proveedores de fondos de pensiones, que ayuden a los ciudadanos a superar los diferentes sesgos conductuales que se encuentran a la hora de tomar decisiones de ahorro. De esta manera, más allá de imponer la estricta obligatoriedad, se pasaría de un sistema privado totalmente voluntario como el actual a uno regido por lo que Thaler y Sunstein (2003) denominan *paternalismo libertario*, en el que el Estado interviene diseñando un sistema privado semi-obligatorio que ayude a los ciudadanos a tomar las decisiones que hubieran elegido con una voluntad no viciada o con más conocimientos, pero sin interferir en la libertad final de elección de los individuos.

De esta manera, para la aplicación de los hallazgos de las finanzas conductuales en el campo del ahorro para la jubilación, la modalidad de plan de pensiones ideal sería la de empleo, siendo más fácil el control de los resultados y la adaptación a las necesidades particulares de cada trabajador. Además, de esta manera la responsabilidad de elegir proveedor de fondos se transferiría de los trabajadores a las empresas, liberándolos de la carga de elegir proveedor, pero no de plan.

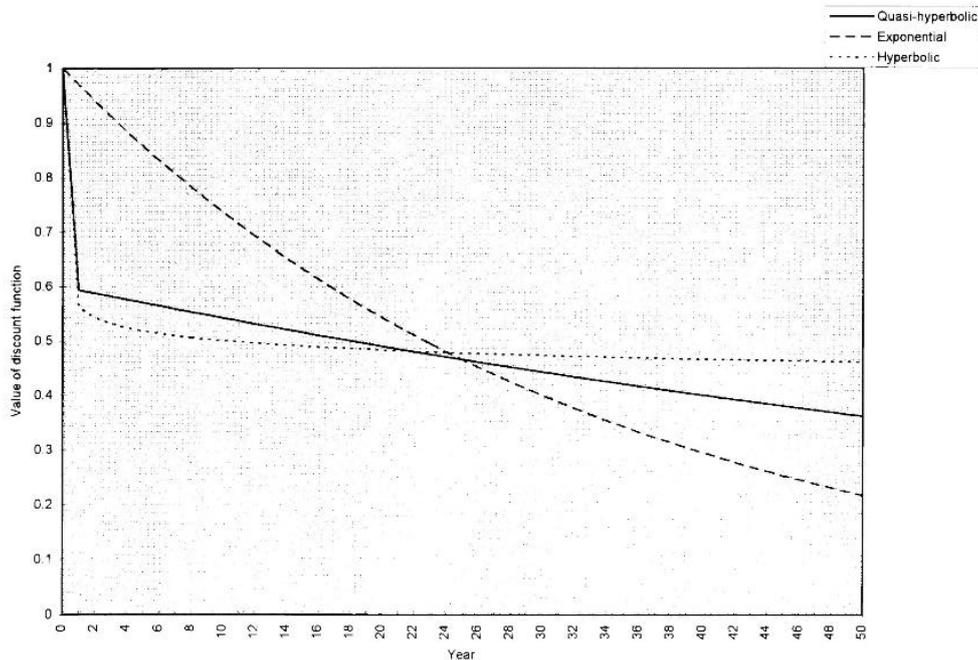
A continuación, se segregarán las diferentes elecciones que los individuos tienen que tomar respecto al ahorro para la jubilación, explicando los sesgos mentales asociados a cada una, para así exponer la solución aportada por las finanzas conductuales en aplicaciones reales en países como Reino Unido y Estados Unidos en los últimos años.

### 4.2.1 Decisión de participación

Evidentemente, la primera elección que debe tomar cualquiera que quiera ahorrar para la jubilación es decidir si adherirse a un plan de pensiones o no. En esta fase, existen diversos sesgos mentales que impiden a las personas decidirse definitivamente por invertir en fondos de pensiones.

El más importante es el mencionado “auto-control limitado”, el cual reconoce la falta de fuerza de voluntad de mucha gente para empezar a ahorrar, aun teniendo la intención y siendo conscientes de la futura utilidad que aporta adquirir este hábito. El motivo de este comportamiento radica en el fenómeno denominado por el psicólogo Richard Herrnstein como “descuento hiperbólico”, en contraposición al clásico “descuento exponencial” utilizado por las teorías económicas tradicionales. Que las personas descuenten hiperbólicamente significa que aplican tipos de descuento elevados en el corto plazo y reducidos en el futuro, por lo que la teoría del tipo de interés constante no encajaría con este comportamiento. En un ejemplo, si se ofreciera la opción de elegir entre 50 € hoy y 100 € de aquí un año, la mayoría elegiría los 50 € inmediatos, mostrando cierta impulsividad ante el dinero inmediato. Sin embargo, si se tuviera que elegir entre 50 € en 10 años y 100 € en 11 años, a pesar de ser la misma decisión vista desde una distancia temporal mayor, casi todo el mundo escogería los 100 €, mostrando una mayor paciencia ante situaciones futuras. (Mitchell y Utkus, 2003)

Gráfico 17. Funciones de descuento



Fuente: Laibson (1996)

Además, también existen diferencias de actitud respecto al ahorro para la jubilación según la edad: los jóvenes tienden a consumir el dinero que ganan (incluso se endeudan o desahorran) en lugar de invertir una parte en fondos de pensiones, viendo el momento de jubilarse muy distante en el tiempo. Sin embargo, conforme envejecen y se va acercando dicha fecha, empieza a aumentar la preocupación de estos por disponer de recursos suficientes para la jubilación, por lo que suelen empezar a transferir recursos a estos instrumentos financieros.

Conscientes de las dificultades cognitivas que impiden a la gente empezar a ahorrar, el gobierno británico fue pionero en la aplicación de un mecanismo para incentivar la participación en fondos de pensiones, llamado inclusión automática. Esta reforma, implementada de manera progresiva a partir de 2012, obligó a todas las empresas a inscribir automáticamente a sus trabajadores en planes de empleo, teniendo ambos que contribuir un porcentaje mínimo del salario, 5% la empresa y 3% el trabajador (GOV.UK, 2019), pero conservando estos últimos el derecho de salir más adelante. De esta manera, se aprovechó lo que Tversky y Kahneman denominaron “efecto marco”, en el que la

respuesta de los individuos varía según si las opciones se presenten con semántica positiva o negativa, pasando de decidir incorporarse voluntariamente a un plan de pensiones a poder voluntariamente desvincularse de estos una vez inscritos automáticamente. Entre 2007 y 2012 hubo un ligero descenso de la participación en planes de empleo, del 60% al 55% de los trabajadores, pero desde la reforma dicho porcentaje aumentó significativamente hasta alcanzar el 84% en 2017, por lo que la medida ha tenido el efecto deseado, según el UK Department for Work and Pensions (2018).

### 4.2.2 Decisión de contribución

Así como la “inclusión automática” ha demostrado ser un mecanismo útil para aumentar la participación en planes de empleo, su efecto queda contrarrestado en parte por la inercia y la procrastinación. Dada la complejidad de decidir qué porcentaje de contribución es el óptimo, los ahorradores, en lugar de tomar una decisión de manera activa, suelen recurrir a la simple heurística de contribuir el porcentaje mínimo por defecto fijado por el Estado/empresa, asumiendo erróneamente que están contribuyendo lo suficiente para una jubilación digna. Según un estudio empírico de Choi et al. (2001), este anclaje en el porcentaje mínimo de contribución arrastra hasta a individuos con mayor poder adquisitivo que hubieran decidido contribuir un porcentaje más alto en caso de haber sido voluntario el sistema. Además, existe lo que se denomina sesgo del “status quo”, en el que las personas tienden a mantener su situación actual (nivel de riqueza), actuando ésta como punto de referencia, siendo percibida cualquier desviación de esa base como una pérdida, según las conclusiones de Samuelson y Zeckhauser (1988).

Ante estos sesgos mentales, Benartzi y Thaler (2004) desarrollaron en Estados Unidos un plan de pensiones llamado “Save More Tomorrow” en el que introdujeron el mecanismo de “escalamiento automático” de las contribuciones. En este programa los participantes empiezan a contribuir con un porcentaje reducido pero se comprometen de antemano a la mejora periódica y automática de estos porcentajes en paralelo con los incrementos de salario. De esta manera, los aumentos de los porcentajes no son percibidos como una pérdida, a pesar de que el consumo real podría verse reducido ligeramente. Al igual que con la inclusión automática, los participantes tienen el derecho a renunciar posteriormente a estas subidas automáticas.

Alternativamente, como medida popular en los Estados Unidos para estimular unas mayores contribuciones de los trabajadores a los planes de empleo también existen los programas de “contribuciones paralelas”. En estos planes, las contribuciones de la empresa varían con el grado de participación de sus trabajadores, existiendo límites máximos, siendo común fijar éste en un 6% del salario bruto anual del trabajador (Aon Hewitt, 2013) Por ejemplo, si el trabajador contribuye un 3%, la empresa aporta otro 3% anual, si contribuye un 6%, recibe un 6% de la empresa. Sin embargo, en el caso de superar el trabajador este límite, la empresa suspende las aportaciones adicionales.

### 4.2.3 Decisión de inversión

Además de decidir la adhesión a un plan y la cantidad a contribuir, los participantes también tienen la responsabilidad sobre cómo se invierte su dinero durante la fase acumulación.

En el caso de los planes de empleo, la sobrecarga de elección<sup>12</sup> de los trabajadores se reduce dado que se limitan a elegir entre los planes ofrecidos por el proveedor escogido por la empresa. Sin embargo, incluso ante esta situación de opciones reducidas, no existe evidencia de que los participantes estén construyendo carteras óptimas que maximicen el retorno y disminuyan el riesgo según las teorías tradicionales de inversión. En cambio, suelen utilizar por ejemplo heurísticas tan simples e ingenuas como diversificar siguiendo la regla de  $1/n$ , dividiendo las contribuciones por igual entre el número de opciones escogidas, disminuyendo el uso de esta regla conforme aumenta el número de fondos escogidos, según las investigaciones de Benartzi i Thaler (2001). Además, también se observa que, independientemente del número de opciones ofrecidas, el número medio de planes escogidos oscila entre 3 y 4, así como que las personas carecen de preferencias bien definidas a la hora de invertir, soliendo escoger la distribución de las carteras realizada por la mayoría de sus compañeros.

---

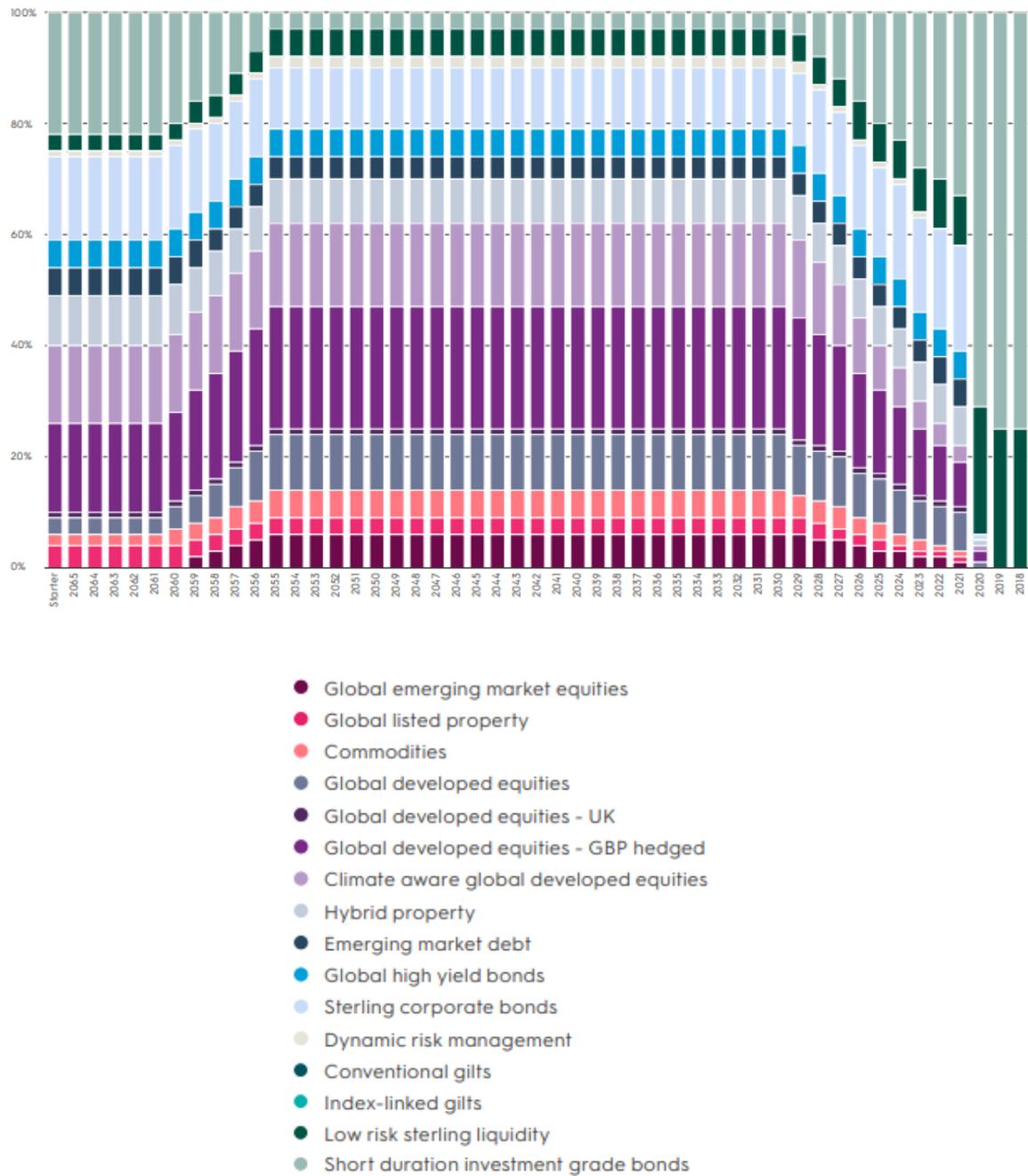
<sup>12</sup> La sobredecisión o la sobrecarga de elección es un proceso cognitivo en el que las personas tienen dificultades para tomar una decisión cuando se enfrentan a muchas opciones. El término fue introducido por primera vez por Alvin Toffler en su libro de 1970,

Por otra parte, en la decisión de inversión también juega un rol importante la inercia y la procrastinación, produciéndose escasos cambios en la distribución de la cartera, una vez fijada ésta, existiendo también una tendencia generalizada a escoger los planes por defecto ofrecidos por los proveedores de fondos en lugar de tomar una decisión activa de inversión, sobre todo en sistemas obligatorios en los que todo el mundo debe adherirse a algún plan.

Ante esta situación, es fácil discernir la relevancia que cobra el diseño de los planes de empleo ofrecidos, dado el potente efecto marco que producen los menús de inversión, siendo de vital importancia el establecimiento de una opción por defecto decente.

Teniendo en cuenta lo anterior, una de las medidas que se podría adoptar es el establecimiento de planes de pensiones de ciclo de vida como opciones por defecto. Estos planes, que están empezando a introducirse en el mercado español, se individualizan para cada participante acorde a los años que les quede para jubilarse, estableciendo una distribución inicial de las inversiones. A partir de aquí, dicha distribución va modulando automáticamente de manera anual y adaptándose a las necesidades generales de riesgo y retorno de cada fase del ciclo de vida, tendiendo a aumentar la importancia de la renta fija conforme se va acercando la fecha de jubilación, como se puede observar en el siguiente ejemplo.

Gráfico 18. Asignación de activos de un plan de pensiones de ciclo de vida



Fuente: NEST (2019)<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Nest es un fondo de pensiones creado por el gobierno de Reino Unido para facilitar la “inclusión automática”, siendo la alternativa por defecto para las empresas que no cuentan con un proveedor propio.

## 5 Conclusiones

En primer lugar, uno de los objetivos que motivó inicialmente la realización del presente trabajo académico consistió en la necesidad de poder valorar objetivamente la gravedad de la situación del sistema público de pensiones, dada la incertidumbre generada a nivel general y mediático en nuestro país respecto al asunto. En este sentido, la revisión histórica llevada a cabo ha permitido remontarnos a los orígenes del sistema de prestación definida actual, pudiendo observar como se ha ido reformando en el tiempo para poder adaptarlo a los cambios demográficos, económicos y políticos surgidos, buscando constantemente compatibilizar unas pensiones suficientes con el equilibrio financiero del sistema. Sin embargo, este dilema continua arrastrándose hasta nuestros días, por lo que se han analizado cuales son los factores que ponen contra las cuerdas el necesario balance entre ingresos y gastos (demográfico, evolución del mercado de trabajo, relación pensión-salario, etc.), así como las proyecciones que se realizan de la situación futura del sistema, dadas las reformas vigentes.

En segundo lugar, encontrar las posibles causas del escaso desarrollo de los planes privados de pensiones en España es otros de los objetivos marcados a priori. Además de la suficiencia tradicional de las pensiones públicas y una posible escasez de renta disponible en gran parte de los hogares españoles, se ha detectado una escasa cultura de ahorro en productos financieros en general, prefiriendo la liquidez de las cuentas corrientes y la inversión en vivienda. Además, tras analizar el marco normativo y el funcionamiento de los planes y fondos de pensiones en nuestro país, se han encontrado ciertas ineficiencias que pueden haber perjudicado al desarrollo de un mercado competente, como la concentración bancaria de estos productos financieros, la inexistencia de oferta extranjera, altas comisiones o bajas rentabilidades.

Tras este análisis, y dado que el objetivo principal de este TFG es proponer ideas para mejorar el sistema de pensiones actual con una perspectiva global, considerando tanto el sistema público como el privado, y considerando los mecanismos de capitalización como alternativa, se han considerado dos opciones de reforma estructural. En cuanto a las pensiones públicas, se ha defendido cambiar a un sistema de aportación definida basado en cuentas nocionales, ya que éste continuaría siendo de reparto, lo cual facilitaría el

proceso de transición, pero incorporaría elementos de “capitalización” en la fórmula, lo cual dotaría de una mayor justicia contributiva y actuarial al sistema, siendo considerado esto último como base esencial para la estabilidad financiera a largo plazo.

Finalmente, como alternativa al sistema privado voluntario actual, se ha abogado por el diseño de un sistema semi-obligatorio de empleo basado en las conclusiones de las finanzas conductuales, incorporando mecanismo que ayuden a los trabajadores a ahorrar y superar sus sesgos mentales, destacando la inclusión automática, el escalamiento automático, las contribuciones paralelas o los planes de pensiones de ciclo de vida como opción por defecto.

## 6 Bibliografía

- ABC (2018). *Los Planes de Pensiones en España, de los Más Caros y Menos Rentables del Mundo*. [https://www.abc.es/economia/abci-planes-pensiones-espana-mas-caros-y-menos-rentables-mundo-201805172314\\_noticia.html](https://www.abc.es/economia/abci-planes-pensiones-espana-mas-caros-y-menos-rentables-mundo-201805172314_noticia.html)
- AEAT (2019). *Series Históricas Trimestrales de Bases, Tipos e Impuestos Devengados (Actualizado 28-05-2019)*.  
[https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe\\_mensual\\_de\\_Recaudacion\\_Tributaria.shtml?mobileView=true](https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml?mobileView=true)
- AON HEWITT (2013). *2013 Trends & Experience in Defined Contribution Plans: An Evolving Retirement Landscape*.  
[https://www.aon.com/attachments/human-capital-consulting/2013\\_report\\_Trends-Experience-DC-Plans\\_Highlights.pdf](https://www.aon.com/attachments/human-capital-consulting/2013_report_Trends-Experience-DC-Plans_Highlights.pdf)
- BANCO DE ESPAÑA (2014). *Encuesta Financiera de las Familias 2014*.  
<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/Arc/Fic/eco240117.pdf>
- BBVA (2019). *La Jubilación en Suecia: Así Funciona Uno de los Sistemas de Pensiones de Referencia*. <https://www.jubilaciondefuturo.es/es/blog/la-jubilacion-en-suecia-asi-funciona-uno-de-los-sistemas-de-pensiones-de-referencia.html>
- BENARTZI, S. y THALER, R. (2001). *Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans*. *The American Economic Review* vol. 91.  
[https://www.jstor.org/stable/2677899?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2677899?seq=1#page_scan_tab_contents)
- BENARTZI, S. y THALER, R. (2004). *Save More Tomorrow: Using Behavioural Economics to Increase Employee Saving*, *Journal of Political Economy* vol. 112.  
[https://www.jstor.org/stable/10.1086/380085?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/10.1086/380085?seq=1#page_scan_tab_contents)
- BOE (1938). *Fuero del Trabajo*.  
<https://www.boe.es/datos/pdfs/BOE/1938/505/A06178-06181.pdf>

- BOE (1939). *Ley de 1 de Septiembre de 1939 Sustituyendo el Régimen de Capitalización en el Retiro Obrero por el de Pensión Fija, Aumentando la Pensión Actual y Convirtiendo las Cajas Colaboradoras en Delegaciones del Instituto Nacional de Previsión.*  
<https://www.boe.es/datos/pdfs/BOE//1939/252/A05017-05018.pdf>
- BOE (1963). *Ley 193/1963, de 28 de Diciembre, sobre Bases de la Seguridad Social.* <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1963-22667>
- BOE (1967). *Orden de 18 de Enero de 1967 por la que se Establecen Normas para la Aplicación y Desarrollo de la Prestación de Vejez en el Régimen General de la Seguridad Social.* <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1967-1189>
- BOE (1972). *Ley 24/1972, de 21 de Junio, de Financiación y Perfeccionamiento de la Acción Protectora del Régimen General de la Seguridad Social.* <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1972-907>
- BOE (1978). *Constitución Española.*  
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1978-31229>
- BOE (1985). *Ley 26/1985, de 31 de Julio, de Medidas Urgentes para la Racionalización de la Estructura y de la Acción Protectora de la Seguridad Social.* <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1985-16119>
- BOE (1997). *Ley 24/1997, de 15 de Julio, de Consolidación y Racionalización del Sistema de Seguridad Social.* <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1997-15810>
- BOE (2002). *Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de Noviembre, por el que se Aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.* <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2002-24252>
- BOE (2004). *Real Decreto 304/2004, de 20 de Febrero, por el que se Aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.*  
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2004-3453>

- BOE (2006). *Ley 35/2006, de 28 de Noviembre, 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.*  
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-20764>
- BOE (2011). *Ley 27/2011, de 1 de Agosto, sobre Actualización, Adecuación y Modernización del Sistema de Seguridad Social.*  
<https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2011-13242>
- BOE (2013). *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.* <https://www.boe.es/buscar/pdf/2013/BOE-A-2013-13617-consolidado.pdf>
- CAMPOS EGOZCUE, B. (1996). *La Construcción de una Política Social de Vejez en España: del Franquismo a la Normalización Democrática.* Monográfico sobre Sociología de la Vejez vol. 73.  
[https://www.jstor.org/stable/40183850?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/40183850?seq=1#page_scan_tab_contents)
- CHOI, J.J., LAIBSON, D., MADRIAN, B. y METRICK, A. (2001). *Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance.* National Bureau of Economic Research.  
<https://www.nber.org/papers/w8655.pdf>
- CNMV (2018). *Boletín de la CNMV: Análisis de las Decisiones de Ahorro e Inversión de los Hogares Españoles y sobre la Presencia de las Empresas Españolas No Financieras en los Mercados de Capitales.*  
[http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_III\\_Trimestre\\_2018.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_Trimestre_2018.pdf)
- COMISIÓN EUROPEA (2015). *The 2015 Ageing Report, Economic and Budgetary Projections for the 28 EU.*  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2015/pdf/ee3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee3_en.pdf)

- COMISIÓN EUROPEA (2019). *Distribution of population by tenure status, 2016 (% of population)*. Eurostat. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Distribution\\_of\\_population\\_by\\_tenure\\_status\\_2016\\_\(%25\\_of\\_population\)\\_YB18.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Distribution_of_population_by_tenure_status_2016_(%25_of_population)_YB18.png)
- CONGRESO DE LOS DIPUTADOS (1931). *Constitución de la República Española*. [http://www.congreso.es/docu/constituciones/1931/1931\\_cd.pdf](http://www.congreso.es/docu/constituciones/1931/1931_cd.pdf)
- DE LA FUENTE, A., GARCÍA DÍAZ, M.A. y SÁNCHEZ, A.R. (2018). *¿Hacia una Nueva Reforma de las Pensiones? Notas para el Pacto de Toledo*. FEDEA. <http://documentos.fedea.net/pubs/fpp/2018/10/FPP2018-09.pdf>
- DEVESA CARPIO, J.E., DOMÍNGUEZ FABIÁN, I., ENCINAS GOENECHE, B. y MENEU GAYA, R., (2017). *La Implantación de un Sistema de Cuentas Nocionales en España*. Instituto Santalucía. <https://institutosantalucia.es/wp-content/uploads/2017/11/estudio-sobre-el-modelo-de-cuentas-nocionales-en-espana.pdf>
- EL CONFIDENCIAL (2017). *20 Años de la Hucha de las Pensiones: de 60.000 Millones de Pesetas a Tener Deuda*. [https://www.elconfidencial.com/economia/2017-12-09/veinte-anos-hucha-pensiones-millones-pesetas-deuda\\_1489939/](https://www.elconfidencial.com/economia/2017-12-09/veinte-anos-hucha-pensiones-millones-pesetas-deuda_1489939/)
- ELU TERÁN, A. (2006). *Las Primeras Pensiones Públicas de Vejez en España. Un Estudio del Retiro Obrero, 1909-1936*. Revista de Historia Industrial vol. 32. <https://www.raco.cat/index.php/HistoriaIndustrial/article/view/63750/101798>
- FINIZENS (2017). *Estudio Completo del Mercado Español de Planes de Pensiones*. <https://blog.finizens.com/estudio-completo-mercado-espanol-de-planes-de-pensiones/>
- GOV.UK (2019). *Workplace Pensions*. <https://www.gov.uk/workplace-pensions/what-you-your-employer-and-the-government-pay>
- GUILLÉN, A.M. (1997). *Un Siglo de Previsión Social en España*. Ayer: Pobreza, Beneficencia y Política Social.

[https://www.jstor.org/stable/41324701?read-now=1&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/41324701?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents)

- HELPMYCASH (2019). *Abre tu Plan de Pensiones: Gratis y con Bonificación por Traspaso*. <https://www.helpmycash.com/l/plan-de-pensiones/>
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2018). *El Sistema Público de Pensiones en España: Situación Actual y Perspectivas*. Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España.  
<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/Arc/Fic/eco120418.pdf>
- HERNÁNDEZ DE COS, P., JIMENO, J.F. y RAMOS, R. (2017). *El Sistema Público de Pensiones en España: Situación Actual, Retos y Alternativas de Reforma*. Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España.  
<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasionales/17/Fich/do1701.pdf>
- INE (2016). *Proyecciones de Población 2016–2066*. Nota de Prensa nº 994 del INE del 20 de Octubre de 2016. <http://www.ine.es/prensa/np994.pdf>
- INE (2019). *Cálculo de Variaciones del Índice de Precios de Consumo (Sistema IPC Base 2016)*.  
<http://www.ine.es/varipc/verVariaciones.do;jsessionid=4B8EC910A8EF4C37E4FA6A0CE4CF1369.varipc02?idmesini=8&anyoini=1970&idmesfin=8&anyofin=2018&ntipo=1&enviar=Calcular?idmesini=8&anyoini=1970&idmesfin=8&anyofin=2018&ntipo=1&enviar=Calcular&L=0>
- INVERCO (2018). *Ranking Patrimonio Fondos de Pensiones*.  
[http://www.inverco.es//documentos/pension\\_trimestral/1812\\_Diciembre%202018/1812Tfp\\_1001-RkgPatrimFondos.pdf](http://www.inverco.es//documentos/pension_trimestral/1812_Diciembre%202018/1812Tfp_1001-RkgPatrimFondos.pdf)
- INVERCO (2018, II). *Ranking Patrimonio Fondos de Inversión Internacionales*  
[http://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos\\_inversion/1812\\_Diciembre-2018/1812\\_02-PatrimEurosInt.pdf](http://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/1812_Diciembre-2018/1812_02-PatrimEurosInt.pdf)

- INVERCO (2018, III). *Ranking Patrimonio Fondos de Inversión por Grupos*.  
[http://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos\\_inversion/1812\\_Diciembre-2018/1812\\_13-RkGruposEuros.pdf](http://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/1812_Diciembre-2018/1812_13-RkGruposEuros.pdf)
- INVERCO (2019). *Características Generales de los Fondos de Pensiones*.  
<http://www.inverco.es/28/32/92>
- INVERCO (2019, II). *Informe Anual 2018*.  
<http://www.inverco.es/archivosdb/c86-ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2018.pdf>
- LAIBSON, D.I. (1996). *Hiperbolic Discount Functions, Undersaving and Savings Policy*. National Bureau of Economic Research.  
<https://www.nber.org/papers/w5635.pdf>
- MITCHELL, O. y UTKUS, S. (2003). *Lessons from Behavioural Finance for Retirement Plan Design*. Wharton Financial Institutions Center.  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.7659&rep=rep1&type=pdf>
- MULLAINATHAN, S. y THALER, R.H. (2000). *Behavioral Economics*. National Bureau of Economic Research.  
<https://www.nber.org/papers/w7948.pdf>
- NEST (2019). *Nest quarterly investment report (At end March 2019)*.  
<https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/nest/aboutnest/investment-approach/other-fund-choices/fund-factsheets.html>
- OCDE (2017). *Pensions at a Glance 2017. OECD and G20 Indicators*.  
[https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/pensions-at-a-glance-2017\\_pension\\_glance-2017-en#page7](https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/pensions-at-a-glance-2017_pension_glance-2017-en#page7)
- OLMO, G.D. (2011). *Jubilación a los 65 Años, Pensión de una Peseta Diaria*. ABC. <https://www.abc.es/20110125/archivo-historia-abc/abci-retiro-obrero-obligatorio-201101251200.html>

- PALMER, E. (2005). *What is NDC?*.  
[https://www.researchgate.net/publication/273764259\\_What\\_is\\_NDC](https://www.researchgate.net/publication/273764259_What_is_NDC)
- PIESCHACÓN VELASCO, C. (2007). *La Ley de Planes y Fondos de Pensiones; 20 Años Después*. INVERCO.  
<http://www.inverco.es/archivosdb/ley-de-planes-y-fondos-de-pensiones-20-anos-despues.pdf>
- QUINTERO LIMA, M.G. (2015). *La Seguridad Social en España. Evolución Histórica*. Universidad Carlos III de Madrid (OpenCourseWare).  
<http://ocw.uc3m.es/cursos-archivados/derecho-de-la-seguridad-social/lecturas/evolucionhistorica.pdf/view>
- SAMUELSON, W. y ZECKHAUSER, R. (1988). *Status Quo Bias in Decision Making*. *Journal of Risk and Uncertainty*.  
<https://sites.hks.harvard.edu/fs/rzeckhau/status%20quo%20bias.pdf>
- SÁNCHEZ MARÍN, A.L. (2014). *El instituto de Reformas Sociales: Origen, Evolución y Funcionamiento*. *Revista Crítica de Historia de las Relaciones Laborales y de la Política Social* vol. 8.  
<http://www.eumed.net/rev/historia/08/reformas-sociales.html>
- SECRETARÍA DE ESTADO DE LA SEGURIDAD SOCIAL (2017). *Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Informe a las Cortes Generales*.  
[http://www.seg-social.es/wps/wcm/connect/wss/3a59aeb1-b768-4678-af81-8ab925ebd76c/FONDO+DE+RESERVA+2017\\_DIGITAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=](http://www.seg-social.es/wps/wcm/connect/wss/3a59aeb1-b768-4678-af81-8ab925ebd76c/FONDO+DE+RESERVA+2017_DIGITAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=)
- SWEDISH PENSIONS AGENCY (2018). *Orange Report 2017. Annual Report of the Swedish Pension System*. <https://www.pensionsmyndigheten.se/other-languages/english-engelska/english-engelska/publications0>
- THALER, R.H. y SUNSTEIN, C.R. (2003). *Libertarian Paternalism*. *The American Economic Review*.  
[https://www.researchgate.net/publication/4719322\\_Libertarian\\_Paternalism](https://www.researchgate.net/publication/4719322_Libertarian_Paternalism)

- UK DEPARTMENT FOR WORK AND PENSIONS (2018). *Automatic Enrolment Evaluation Report 2018*.  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/764964/Automatic\\_Enrolment\\_Evaluation\\_Report\\_2018.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/764964/Automatic_Enrolment_Evaluation_Report_2018.pdf)