

Productos para la licuación del ahorro inmobiliario: un complemento potencial para las pensiones¹

JUAN A. LAFUENTE LUENGO

Profesor Titular. Director de la Cátedra “Ciutat de Castelló”.
Dpto. de Finanzas y Contabilidad. Universitat Jaume I

PEDRO SERRANO

Profesor Titular. Departamento de Economía de la Empresa. Universidad Carlos III de Madrid

JORGE MARTÍNEZ RAMALLO

Consultor experto en Seguros

1. INTRODUCCIÓN

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

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

Los propietarios de vivienda en edad de jubilación que puedan necesitar una fuente adicional de ingresos afrontan los siguientes riesgos²:

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

El **riesgo de longevidad** captura el riesgo de que las provisiones técnicas de los productos de jubilación e invalidez resulten insuficientes por haberse basado en “tablas de supervivencia con hipótesis inferiores a las reales”³. En términos coloquiales, y desde el punto de vista de las entidades aseguradoras, el riesgo de longevidad refiere a la posibilidad de que los individuos vivan más de lo esperado. Desde la perspectiva de los individuos el riesgo de longevidad se traduce por tanto en una posible insuficiencia de los recursos financieros públicos y privados para hacer frente a la prolongación de la esperanza de vida.

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

Si bien el alquiler total de la vivienda o su venta son opciones que permiten el acceso a un nivel de ingresos mayor, ya sea en forma de renta (alquiler) o capital, estas opciones plantean el inconveniente de buscar una vivienda alternativa o contratar los servicios de una re-

¹ Este trabajo está basado en el informe realizado por los autores para el Instituto Santa Lucía titulado “Alternativas a la insuficiencia de las pensiones: instrumentos para dotar de liquidez a los activos inmobiliarios”, disponible en: <https://institutosantalucia.es/wp-content/uploads/2019/02/informe-alternativas-a-la-insuficiencia-de-las-pensiones.pdf>.

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

³ Instituto Santalucía (junio 2018). “El reto de la longevidad en el s. XXI. Cómo afrontarlo en una sociedad de cambio”, dirigido por José A. Herce e Iratxe Galdeano.

sidencia especializada en la atención a la tercera edad. Es por ello que aquellas alternativas que permitan 1) **convertir el ahorro ilíquido** –fundamentalmente inmobiliario– en rentas, y 2) que a la vez **permitan continuar disfrutando de los hogares** hasta su fallecimiento, son las que reúnen los dos ingredientes deseados por los consumidores.

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

2. LA HIPOTECA INVERSA. ANTECEDENTES

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

2.1. La hipoteca inversa temporal

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

Originalmente, la hipoteca inversa tenía un vencimiento determinado⁴. Se utilizaba un tipo de hipoteca muy similar a la aplicada para la compra financiada de la vivienda. En este sentido, la entidad prestamista entregaba una suma única o bien abría una línea de crédito para que el prestatario pudiera ir disponiendo de fondos periódicamente, con la garantía hipotecaria de un inmueble. Se establecía un vencimiento de la operación al término del cual el prestatario resultaba obligado a devolver los fondos recibidos junto con los intereses devengados.

Para devolver el préstamo al vencimiento el prestatario tenía, en muchas ocasiones, que vender la vivienda, pagando capital e intereses. La diferencia entre el importe de la venta y el de la deuda correspondía al vendedor.

De no repagar la deuda, la entidad financiera podría ejecutar la garantía mediante subasta del bien hipotecado.

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

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

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

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

2.2. La hipoteca inversa vitalicia

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

Sin embargo, en el caso de la hipoteca inversa vitalicia, el cliente no traslada a la entidad el riesgo de longevidad –al menos en toda su extensión–. Si bien la obliga-

⁴ Cabrero, J. (2017) “La hipoteca inversa: El marco en el que se desenvuelve, visión sociológica, económica y jurídica.” Tesis Doctoral. Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED). Disponible en: http://e-spacio.uned.es/fez/eserv/tesisuned:ED-Pg-DeryCSoc-Jcabrero/CABRERO_GARCIA_Jaime_Tesis.pdf

ción de devolver la deuda acumulada no surge hasta el momento del fallecimiento, las percepciones periódicas tienen una cuantía fija a lo largo de un horizonte temporal concreto. Por tanto, dado que **la renta** que percibe el cliente **es temporal**, en el caso de que sobreviva al periodo de devengo puede volver a encontrarse en una situación de necesidad adicional de recursos.

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

3. LA HIPOTECA INVERSA EN NUESTROS DÍAS

Los actuales contratos de hipoteca inversa subsanan deficiencias originales de estos productos, como la desprotección ante el vencimiento del contrato –hipoteca inversa temporal– y la temporalidad de la renta –hipoteca inversa vitalicia–. En esta sección presentamos las recientes innovaciones comercializadas en el ámbito de la hipoteca inversa.

3.1. Hipoteca inversa con renta vitalicia diferida

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

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

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

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

Si el cliente fallece antes de cumplir los 90 años la renta financiera continúa pagándose a los herederos, y la

renta vitalicia asegurada no llegará a constituirse. Por el contrario, en el caso de que el cliente supere esta edad, la renta vitalicia asegurada se le pagará hasta su fallecimiento, momento en el que se extinguirá.

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

3.2. Hipoteca inversa con renta vitalicia inmediata

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

Ilustramos a continuación las características más significativas de la hipoteca inversa con renta vitalicia inmediatas:

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

Las cantidades acumuladas que percibe el beneficiario en el caso de una renta vitalicia inmediata **son superiores** a la combinación de renta financiera más renta vitalicia diferida. Esto se debe a la mutualización de los riesgos de mortalidad en la renta inmediata: la entidad aseguradora paga rentas mayores a los supervivientes porque dejaría de pagarlas a aquellos beneficiarios que fallezcan prematuramente.

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

Con el fin de facilitar la comprensión de toda la información expuesta hasta el momento, la tabla 1 presenta a modo de resumen toda la información sobre los productos de hipoteca inversa que hemos cubierto hasta el momento, así como sus principales características.

El cuadro describe los tipos básicos de productos de obtención de liquidez sobre la vivienda habitual u otro activo inmobiliario. No obstante, la innovación financiera propicia nuevos productos adaptados para distintos tipos de clientes y necesidades. A título de ejemplo se ha comenzado a comercializar recientemente un producto por el que el propietario a vender su vivienda un vehículo de inversión colectiva (en este caso una SOCIMI) permaneciendo en la misma mediante un contrato de arrendamiento de carácter vitalicio. El alquiler se carga contra una parte del precio que ha sido retenida a tal efecto por el comprador. No cabe duda de que a medida que se desarrolle el mercado se abrirán paso distintas soluciones en la búsqueda de mayor eficiencia y adaptación a las necesidades de los individuos.

4. COMENTARIOS FINALES

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

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

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

Tabla1. Cuadro resumen sobre los productos de hipoteca inversa y principales características

	 Hipoteca inversa	 Hipoteca inversa con renta vitalicia diferida	 Hipoteca inversa con renta vitalicia inmediata	 Hipoteca pensión (venta con usufructo)	 Venta de la vivienda u otros bienes
 Renta para el solicitante	Percibe una renta exenta de tributación La renta se termina a una edad prefijada	Percibe una renta exenta de tributación A su término perciben una renta vitalicia con tributación muy favorable	Percibe una renta vitalicia con tributación muy favorable Es una renta más alta que la meramente financiera por el componente de mortalidad	Venta de la nuda propiedad que genera un capital No hay obligación de devolución ni de pago de intereses Perciben una renta vitalicia con tributación muy favorable	Ganancia patrimonial exenta Perciben el valor de mercado de la propiedad con el que constituir una renta vitalicia más elevada Perciben una renta vitalicia con tributación muy favorable
 Disponibilidad del inmueble	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	Puede seguir habitando la vivienda o alquilarla	No pueden seguir habitando la vivienda salvo arrendamiento
 Para los herederos	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	Adquieren la propiedad al fallecimiento con obligación de repagar el préstamo	No tienen opción de adquirir la propiedad	No tienen opción de adquirir la propiedad

Fuente: Elaboración propia.



iStock.com/Ridofranz

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

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

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

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

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