



Los fondos de inversión como producto financiero alternativo a los planes de pensiones



Laura González-Vila
Puchades



Francisco Ortí Celma



José Sáez Madrid

Autores: Laura González-Vila Puchades, Francisco Ortí Celma y José Sáez Madrid

Los fondos de inversión como producto financiero alternativo a los planes de pensiones

Los fondos de inversión pueden suponer, para ciertos trabajadores, una mejor alternativa que los planes de pensiones para planificar la jubilación. Además, los fondos de inversión tienen la ventaja añadida de gozar de una liquidez muy superior a la de los planes de pensiones.

“Las pensiones españolas no son un problema, sino varios problemas” (Devesa, *et al.*, 2019). Se prevé, por tanto, que el importe de las pensiones públicas en España se reducirá en el futuro. Por

otra parte, nuestro país adolece de una buena implementación del segundo pilar de la previsión social. Ante esta situación, los trabajadores necesitan planificar para la vejez y contratar productos de ahorro que les permitan complementar la pensión pública de jubilación.

Uno de los productos más utilizados para tal fin son los planes de pensiones (PP), que gozan de ventajas en forma de ahorro fiscal. Este ahorro, que se obtiene en el ejercicio económico en que se realizan aportaciones, consiste en la desgravación de la base imponible general del trabajador en el importe de éstas¹. Otro producto, especialmente diseñado para contar con una renta vitalicia a partir de la jubilación, son los planes de ahorro sistemático (PIAS). Un PIAS es un producto de ahorro-previsión en el que los recursos aportados se instrumentalizan a través de seguros de vida. En este caso, el ahorro fiscal se produce en el momento de constitución de la renta vitalicia asegurada, siempre y cuando hayan transcurrido más de 5 años desde el pago de la primera prima². La inmediatez de la deducción fiscal de los PP puede hacer que éstos prevalezcan sobre los PIAS, a pesar de que no siempre resulten el producto óptimo. Así, Sáez, *et al.* (2016), demuestran que, en determinadas situaciones, la renta vitalicia neta obtenida con un PIAS es superior a la de un PP a pesar de que el primero tenga una rentabilidad anual bruta inferior al segundo.

Es importante destacar, por otra parte, que el volumen de contratación de PPs en España es muy bajo, si se compara con otros países de la UE (Inverco, 2020). Las razones de esta baja contratación, que pueden consultarse en Inverco (2017) son diversas. No obstante, una de las causas de este escaso volumen puede radicar en la baja liquidez que presenta este producto. En efecto, el rescate de los derechos consolidados en un PP se reduce a las contingencias de jubilación, incapacidad laboral, dependencia y fallecimiento; y a los supuestos excepcionales de enfermedad grave, desempleo de larga duración y liquidez de las aportaciones con antigüedad igual o superior a 10 años.

Por ello, en nuestra opinión, es importante poner de manifiesto que otro producto financiero, que cuenta con una mayor liquidez, puede constituir una mejor alternativa de inversión que los PP en la planificación del ahorro para la vejez. En particular, nos referimos a los fondos de inversión (FI). Cualquier decisión de inversión debe considerar el efecto conjunto de la rentabilidad financiera y la fiscalidad, tanto del inversor como de los productos considerados. A continuación, a partir de unas hipótesis básicas acordes con la realidad, se mostrará que planificar la jubilación mediante el ahorro en un FI puede ser mejor que la realización de aportaciones en un PP, aun cuando este último presente un mayor tipo de interés. Esta conclusión puede resultar sumamente importante para trabajadores que, por primar la liquidez, renuncian a la contratación de un PP. A su vez, el conocimiento de este resultado por parte de aquéllos, puede promover la contratación de FI con el fin de complementar la pensión pública de jubilación, estimulando así el imprescindible crecimiento del tercer pilar de la previsión social.

Para comparar un PP y un FI suponemos que el capital final acumulado en cualquiera de ellos se destina a la contratación, mediante prima única, de una renta vitalicia anual y constante, complementaria a la pensión pública de jubilación. El planteamiento expuesto consiste en considerar un PP, del que se prevé obtener un determinado interés bruto anual, i^{PP} , desde el momento en que se contrata hasta la jubilación, y un FI. A partir de estos dos productos se obtendrá la rentabilidad bruta anual que debería ofrecer el FI, i^{FI} , para que, después de tener en cuenta la fiscalidad propia de ambos productos y la particular del inversor, ambos proporcionen la misma renta vitalicia neta anual, cuando el trabajador pase a la situación de pasivo.

Para cualquiera de los dos productos asumimos que la liquidación de impuestos se realiza en el mismo momento en que se efectúan los pagos o cobros asociados a ellos, que la normativa fiscal será la misma durante todo el plazo considerado y que el trabajador se jubilará a partir de los 65 años.

El capital final acumulado en un PP, a un interés efectivo anual i^{PP} , después de realizar n aportaciones anuales y vencidas de importe constante $C\text{€}$, es:

$$C \cdot \frac{(1 + i^{PP})^n - 1}{i^{PP}} = C \cdot s_{\overline{n}|i^{PP}}$$

Este capital se aporta como prima única para contratar una renta vitalicia, inmediata, anual y vencida de importe constante, antes de impuestos, α_{PP} . Por tanto, dicha prima única es igual al valor actual actuarial de la renta vitalicia³, $C \cdot s_{\overline{n}|i^{PP}} = \alpha_{PP} \cdot a_x$. Esta renta tributará en el IRPF como rendimiento del trabajo en la base imponible general a una tasa marginal después de la jubilación g_G^d , que asumimos constante. Entonces, la renta anual neta será $\alpha_{PP}^* = \alpha_{PP} \cdot (1 - g_G^d)$. En definitiva:

$$C \cdot s_{\overline{n}|i^{PP}} = \frac{\alpha_{PP}^*}{1 - g_G^d} \cdot a_x \Rightarrow \alpha_{PP}^* = \frac{C \cdot s_{\overline{n}|i^{PP}} \cdot (1 - g_G^d)}{a_x}$$

Por otro lado, el importe de las aportaciones realizadas antes de la jubilación al PP supone una reducción de la base liquidable del IRPF cuyo importe depende de la tasa marginal general del inversor, g_G^a , que consideramos constante durante la vida laboral. Suponemos que este ahorro se deposita anualmente en una cuenta⁴ que abona un tanto de interés del 0%. En consecuencia, el ahorro acumulado en dicha cuenta es $C \cdot n \cdot g_G^a$. Además, asumimos que, en el momento de la jubilación, este ahorro se aportará como prima única para obtener una renta vitalicia, constante, inmediata, anual y vencida de importe, antes de impuestos, α_C que complemente la pensión pública de jubilación y la renta obtenida con el PP. El importe de dicha renta tributará en el IRPF, previa aplicación del porcentaje de reducción según la edad del inversor en el momento de su constitución recogido en la normativa, como rendimiento de capital mobiliario en la base imponible del ahorro a una tasa marginal g_A , que, por hipótesis, será siempre la misma. Por tanto, siguiendo un razonamiento análogo al anterior, la renta anual tras el pago de impuestos, α_C^* , será:

$$C \cdot n \cdot g_G^a = \alpha_C \cdot a_x = \{\alpha_C^* = \alpha_C \cdot (1 - \rho \cdot g_A)\} = \frac{\alpha_C^*}{1 - \rho \cdot g_A} \cdot a_x \Rightarrow \alpha_C^* = \frac{C \cdot n \cdot g_G^a \cdot (1 - \rho \cdot g_A)}{a_x}$$

donde ρ es el porcentaje de la renta anual que tributa como rendimiento de capital mobiliario.

Finalmente, el importe total neto anual que percibirá el inversor mientras viva, por el capital acumulado en el PP más el ahorro fiscal acumulado en la cuenta bancaria será $\alpha_{PP}^* + \alpha_C^*$.

Consideremos ahora el caso de un FI de acumulación. Los rendimientos positivos derivados del reembolso de las participaciones de un FI tienen la consideración de ganancia patrimonial. Esta ganancia debe integrarse en la base imponible del ahorro. Sin embargo, la Ley del IRPF establece que podrán excluirse de gravamen las ganancias que se pongan de manifiesto con ocasión de la transmisión de elementos patrimoniales por contribuyentes mayores de 65 años, siempre que el importe total obtenido por la transmisión⁵ se destine en el plazo de 6 meses a constituir una renta vitalicia a su favor⁶.

El capital final acumulado en el FI, que ofrece un interés efectivo anual i^{FI} , en el que se han realizado n aportaciones anuales, vencidas y de importe constante $C\text{€}$ es $C \cdot s_{\overline{n}|i^{FI}}$. Dado que el inversor se jubila a partir de los 65 años y que este capital se aporta como prima única para obtener una renta vitalicia, inmediata, vencida, anual y constante que complemente la pensión pública de la Seguridad Social, la ganancia procedente del FI queda exenta. El importe anual bruto de dicha renta vitalicia, α_{FI} , tributará en la base imponible del ahorro del IRPF, en el porcentaje ρ , a la tasa marginal definida anteriormente g_A . Entonces, la renta anual tras el pago de impuestos, $\alpha_{FI}^* = \alpha_{FI} \cdot (1 - \rho \cdot g_A)$, es:

$$C \cdot s_{\overline{n}|i^{FI}} = \alpha_{FI} \cdot a_x = \frac{\alpha_{FI}^*}{1 - \rho \cdot g_A} \cdot a_x \Rightarrow \alpha_{FI}^* = \frac{C \cdot s_{\overline{n}|i^{FI}} \cdot (1 - \rho \cdot g_A)}{a_x}$$

Para determinar el tipo de interés efectivo anual bruto que debe satisfacer el FI para que la inversión en el PP o en dicho fondo sea indistinta, la renta anual neta vitalicia obtenida con ambos productos debe ser igual, es decir $\alpha_{FI}^* = \alpha_{PP}^* + \alpha_C^*$.

$$\frac{C \cdot s_{\overline{n}|i^{FI}} \cdot (1 - \rho \cdot g_A)}{a_x} = \frac{C \cdot s_{\overline{n}|i^{PP}} \cdot (1 - g_G^d)}{a_x} + \frac{C \cdot n \cdot g_G^a \cdot (1 - \rho \cdot g_A)}{a_x}$$

Y, despejando, resulta:

$$s_{\overline{n}|i^{FI}} = s_{\overline{n}|i^{PP}} \cdot \frac{1 - g_G^d}{1 - \rho \cdot g_A} + n \cdot g_G^a$$

Ejemplo:

Consideremos un PP para el que se prevé una rentabilidad efectiva anual del 5%, en el que un trabajador hará aportaciones durante $n = 25$ años. La tasa marginal general del trabajador antes de la jubilación es $g_G^a = 37\%$, tras la jubilación $g_G^d = 30\%$ y su tasa marginal del ahorro $g_A = 19\%$. Si el trabajador constituye la renta a los 67 años (i.e. $\rho = 20\%$), usando la expresión anterior resulta $i^{FI} = 4,403\%$. Esto significa que, para este inversor, si un FI ofrece un interés anual del 4,403%, la renta anual neta vitalicia que se obtendría a partir del saldo acumulado en el FI sería exactamente igual a la obtenida con un PP que ofreciese un interés anual del 5%. Por tanto, cualquier FI que ofreciera un tipo de interés superior al 4,403% será preferible, por permitir obtener una mayor renta neta anual, que el citado PP.

La Tabla 1 recoge la rentabilidad anual bruta que tendría que ofrecer un FI para obtener la misma renta anual neta vitalicia que se obtendría en un PP con una rentabilidad esperada del 5%, cuando el inversor se jubila a partir de los 65 años. Los distintos casos considerados suponen que g_G^d se sitúa en el valor inmediatamente inferior a g_G^a , salvo para el caso en que $g_G^a = 19\%$ en que se asume que g_G^d es también 19%.

Como puede observarse, aparecen muchas situaciones para las que $i^{FI} < 5\%$. En estas situaciones, siempre que se invierta en un FI que ofrezca un interés esperado superior al i^{FI} obtenido dicho producto financiero será preferible al PP que ofrece el 5%.

Tabla 1. Valor de i^{FI} para una rentabilidad esperada del PP, i^{PP} , igual a 5%.

	ρ	20%	20%	20%	8%	8%	8%
n	$g_G^a \setminus g_A$	19%	21%	23%	19%	21%	23%
15	19%	4,650%	4,698%	4,747%	4,380%	4,399%	4,417%
	24%	5,117%	5,163%	5,209%	4,857%	4,875%	4,893%
	30%	4,981%	5,025%	5,069%	4,735%	4,752%	4,769%
	37%	4,797%	4,838%	4,879%	4,567%	4,583%	4,599%
	45%	4,563%	4,600%	4,638%	4,351%	4,366%	4,381%
20	19%	4,582%	4,617%	4,652%	4,385%	4,399%	4,413%
	24%	4,878%	4,911%	4,945%	4,688%	4,701%	4,714%
	30%	4,726%	4,758%	4,790%	4,544%	4,557%	4,570%
	37%	4,527%	4,557%	4,588%	4,356%	4,368%	4,380%
	45%	4,279%	4,307%	4,335%	4,120%	4,131%	4,142%
25	19%	4,561%	4,588%	4,615%	4,407%	4,418%	4,429%
	24%	4,761%	4,788%	4,814%	4,613%	4,623%	4,633%
	30%	4,605%	4,630%	4,655%	4,462%	4,471%	4,481%
	37%	4,403%	4,427%	4,451%	4,267%	4,276%	4,286%
	45%	4,151%	4,174%	4,197%	4,024%	4,033%	4,042%
30	19%	4,561%	4,583%	4,606%	4,436%	4,444%	4,453%
	24%	4,702%	4,724%	4,746%	4,581%	4,589%	4,597%
	30%	4,546%	4,567%	4,588%	4,428%	4,437%	4,445%
	37%	4,347%	4,367%	4,387%	4,234%	4,241%	4,249%
	45%	4,098%	4,117%	4,136%	3,991%	3,999%	4,006%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sáez, *et al.* (2016).

Si la aportación constante de cada año, C , se aumenta con el importe del ahorro fiscal obtenido, la renta total neta obtenida con los derechos consolidados en el PP sería

$$\alpha_{PP}^* = \frac{C \cdot (1 + g_G^a) \cdot s_{n|i^{PP}} \cdot (1 - g_G^d)}{a_x}$$

Es posible deducir que la ecuación final, en este caso, es:

$$s_{n|i^{FI}} = s_{n|i^{PP}} \cdot \frac{(1 + g_G^a) \cdot (1 - g_G^d)}{1 - \rho \cdot g_A}$$

REFERENCIAS

Devesa, E., Ayuso, M., De la Peña, J.I., Doménech, R., García, M.A., Gil de Rozas, G., Herce, J.A., Olaechea, J., Sáez de Jáuregui, L. y Vázquez, M.A. (2019). Informe del Instituto de Actuarios Españoles sobre la Seguridad Social española: Situación actual y perspectivas futuras. Instituto de Actuarios Españoles, Madrid. En https://www.actuarios.org/informeiae_ss2019/

Inverco (2017). Sistemas de pensiones, seguridad social y sistemas complementarios: medidas para impulsar los planes de pensiones. <http://www.inverco.es/archivosdb/medidas-para-impulsar-los-planes-de-pensiones.pdf>

Inverco (2020). Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones. Informe 2019 y perspectivas 2020. En <http://www.inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2019.pdf>

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. Legislación consolidada a fecha 26/02/2020. En <https://www.boe.es/eli/es/l/2006/11/28/35/con>

Sáez, J.; Ortí, F. y González-Vila, L. (2006). Comparación de productos complementarios a la pensión pública de jubilación: nuevo enfoque financiero-fiscal. Trabajo galardonado con un accésit en los Premios de Investigación y Estudio Rafael Termes Carreró 2016. En https://www.ieaf.es/images/premios-termes-carrero/2016/ACCESIT_PREMIOS_RT_2016.pdf

¹ Con independencia del importe de las aportaciones realizadas, el límite anual de desgravación es la cantidad menor entre 8.000€ y el 30% de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas.

² El límite máximo de aportación anual a los PIAS es de 8.000€, y en total no se puede aportar a este producto más de 240.000€.

³ El símbolo a_x representa el valor actual actuarial de una renta vitalicia, unitaria, anual, inmediata y vencida para una persona de edad x años.

⁴ Al final del artículo se considera, brevemente, la alternativa en que la aportación constante de cada año, C , se aumenta con el importe del ahorro fiscal obtenido.

⁵ La cantidad máxima total que a tal efecto podrá destinarse a constituir rentas vitalicias será de 240.000€.

⁶ La Ley del IRPF recoge la existencia de unos coeficientes reductores en las plusvalías generadas por la venta de participaciones adquiridas antes de 1994, respetando la aplicación de los mismos sobre la parte de la plusvalía total generada antes del 20 de enero de 2006. En los desarrollos posteriores se considera que el trabajador no tiene derecho a la aplicación de estos coeficientes.

Autores:

Laura González-Vila Puchades es Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales y Actuarial de Seguros. Actualmente es Profesora Titular de Universidad en el Área de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Barcelona. En el campo de la investigación, es autora de varias ponencias en Congresos Nacionales e Internacionales sobre Finanzas, Seguros e Incertidumbre, y ha publicado diversos artículos en revistas especializadas de reconocido prestigio.

Francisco J. Ortí Celma es Licenciado en Matemáticas y Doctor en Administración y Dirección de Empresas. Actualmente es Profesor Titular de Universidad. Profesor del IEF en los cursos para la obtención del título CEFA-CIIA y las certificaciones EIP, EFA y EFP de la asociación EFPA. Ha publicado diversos artículos en revistas especializadas de reconocido prestigio en el campo de las Finanzas.

José Sáez Madrid es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y Actuario de Seguros. Actualmente es Profesor Titular de Universidad. Director académico del curso CEFA-CIIA en Barcelona y Andorra. Profesor del IEF en los cursos para la obtención de las certificaciones EIP, EFA y EFP de la asociación EFPA. Ha publicado diversos artículos en revistas especializadas de reconocido prestigio en el campo de las Finanzas.