

SESGOS CONDUCTUALES Y SU INFLUENCIA EN EL AHORRO A LARGO PLAZO EN ESPAÑA

SUSANA DE LOS RÍOS SASTRE

LAURA LAZCANO BENITO

LORENZO DE BENITO LOBO

Universidad Pontificia Comillas

Desde hace años, son numerosas las instituciones públicas y privadas que vienen alertando de la necesidad de incrementar el ahorro a largo plazo de la población española, haciendo hincapié en la insostenibilidad del sistema público de pensiones actual.

Ciertamente, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social ha experimentado una reducción muy aguda en los últimos años y que la situación demográfica de España no presenta signos de cambio, con tasas de natalidad situadas en mínimos históricos y un incremento significativo en la esperanza de vida. Por otra parte, el sistema público de pensiones español no es un sistema de capitalización, sino de reparto, con lo cual requiere, en cada momento, la generación de un volumen suficiente de contribuciones por parte de la población trabajadora para dar cobertura al pago de las pensiones. En este sentido, las altas tasas de paro mantenidas en el tiempo y que se concentran en los segmentos más jóvenes de nuestro país, no están produciendo la contribución necesaria para que podamos asegurar el bienestar de la población jubilada.

Sin embargo, la incertidumbre sobre el futuro de las pensiones públicas en España, pese a ser una de las principales preocupaciones de la sociedad, no ha conseguido cambiar las pautas de ahorro a largo plazo en la mayor parte de los hogares españoles. Las causas que están detrás de un ahorro insuficiente en volumen y poco sistematizado son de diversa índole.

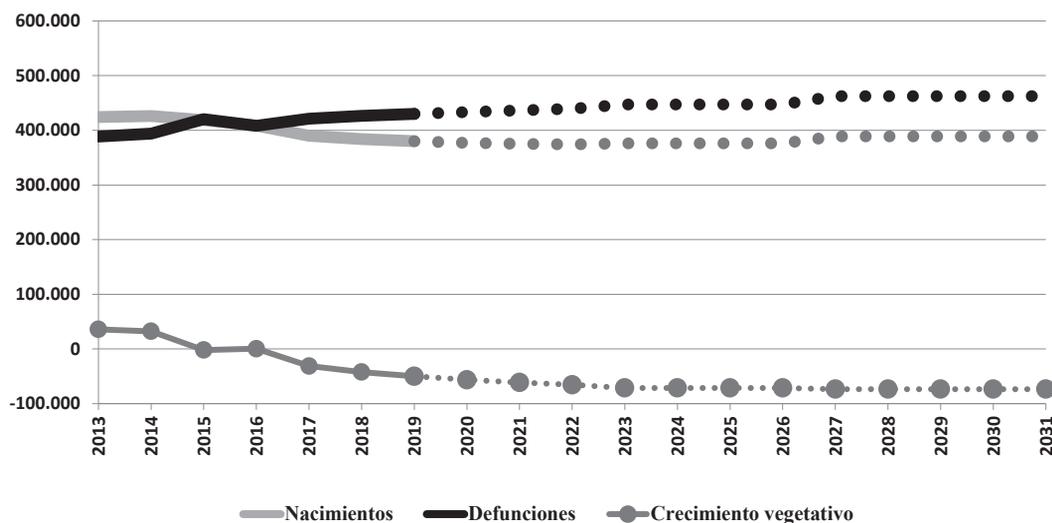
Entre ellas, los estudios realizados a este respecto, apuntan a la influencia que la falta de cultura financiera tiene sobre la gestión de las finanzas en los hogares, pero también se vislumbra la existencia de ciertos sesgos en la conducta de los individuos, que afectan indudablemente a la toma de decisiones financieras.

En este artículo se exponen los principales sesgos conductuales que ponen de manifiesto el comportamiento no racional de los individuos respecto al ahorro a largo plazo, al tiempo que se sugieren algunas pautas que podrían mitigar su efecto en la toma de decisiones de inversión. Se presentan, a modo de ejemplo, los resultados obtenidos en una encuesta realizada a un segmento de la población española con un nivel de educación económico-financiera superior a la media, para conocer su comportamiento frente a los planes de pensiones como instrumento de inversión a largo plazo.

CONTEXTUALIZACIÓN ↓

En la actualidad, una de las mayores preocupaciones de la sociedad española es el futuro de las pensiones.

FIGURA 1
CRECIMIENTO VEGETATIVO PROYECTADO DE LA POBLACIÓN DE ESPAÑA (2018-2033)



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas del INE (2018).

Los datos que se publican apuntan a una incapacidad del sistema público de pensiones español para afrontar sus obligaciones de pago en un futuro próximo, al menos, en la forma en la que venía funcionando hasta ahora. El Fondo de Reserva de la Seguridad Social ha pasado de acumular más de 65.000 millones de euros en 2011 a tener una cantidad inferior a 9.000 millones en octubre de 2018. Además, el número de pensionistas se ha visto incrementado en casi un 14% en los últimos 10 años, según los datos más recientes publicados por el Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (1).

El sistema público de pensiones en España se define como un sistema de reparto, dado que las pensiones que se pagan en el momento actual, se financian por las contribuciones de los trabajadores en ese mismo momento. También son de prestación definida, puesto que dicha prestación se establece en función de los salarios, años cotizados y edad de jubilación. Tras la reforma del año 2011, bajo la «Ley sobre actualización, adecuación y modernización del Sistema de Seguridad Social» y con la inclusión de un factor de sostenibilidad que entrará en vigor, presumiblemente, a partir del año 2027, el sistema pasará a ser de contribución definida. Es sabido que, aunque el periodo de cotización mínimo para acceder a una pensión contributiva se mantiene en 15 años, tras la reforma es necesario un mínimo de 37 años cotizados para obtener el 100% de la base reguladora sobre la que se calcula la pensión. Asimismo, dicha base reguladora se calcula teniendo en cuenta los últimos 25 años cotizados, frente a los 15 anteriores y la edad de jubilación aumenta progresivamente hasta los 67 años, penalizando las jubilaciones anticipadas voluntarias e incentivando la prolongación de la vida laboral.

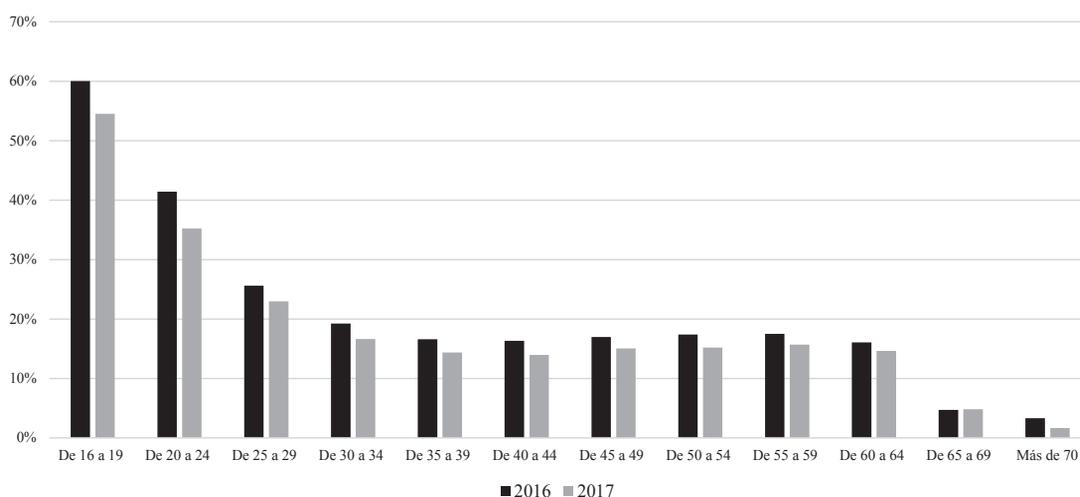
Por otro lado, la sostenibilidad de este sistema, tal y como se entiende hoy, se ha visto influida en gran me-

da por la recesión del año 2008, ya que esta crisis generó un estancamiento mundial de la economía con un impacto considerable en España, coincidiendo con el final de la burbuja inmobiliaria, la crisis bancaria y de deuda soberana. No es de extrañar, la gran preocupación por la sostenibilidad del actual sistema de pensiones que pone de manifiesto el 77,5% de los encuestados en el estudio realizado por Instituto de Estudios Bursátiles (IEB, 2016). Además, nos encontramos ante una pirámide poblacional invertida. Los últimos datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística, no muestran una perspectiva de mejora ni en el corto, ni en el largo plazo: el número de nacimientos durante el primer semestre de 2018 se ha reducido un 5,8%, mientras que las defunciones han aumentado un 2,1% resultando un crecimiento vegetativo de la población negativo de más de 42.000 personas para este período (INE, 2018). En la figura 1 se presentan las proyecciones del crecimiento vegetativo de la población española para los próximos quince años.

Por otro lado, las altas tasas de paro juvenil no contribuyen a incrementar los fondos que se necesitarían para hacer frente a una población en edad de jubilación cada vez más numerosa. Según datos de este mismo organismo, la tasa de paro en nuestro país se sitúa en torno al 15 % desde el año 2009. Aunque se ha producido una disminución del número de parados como se puede observar en el siguiente gráfico, en realidad, las altas tasas de paro juvenil afectan de manera muy negativa al sistema de reparto de las pensiones públicas y por consiguiente al Fondo de Reserva de la Seguridad Social que ha alcanzado mínimos históricos durante los últimos años.

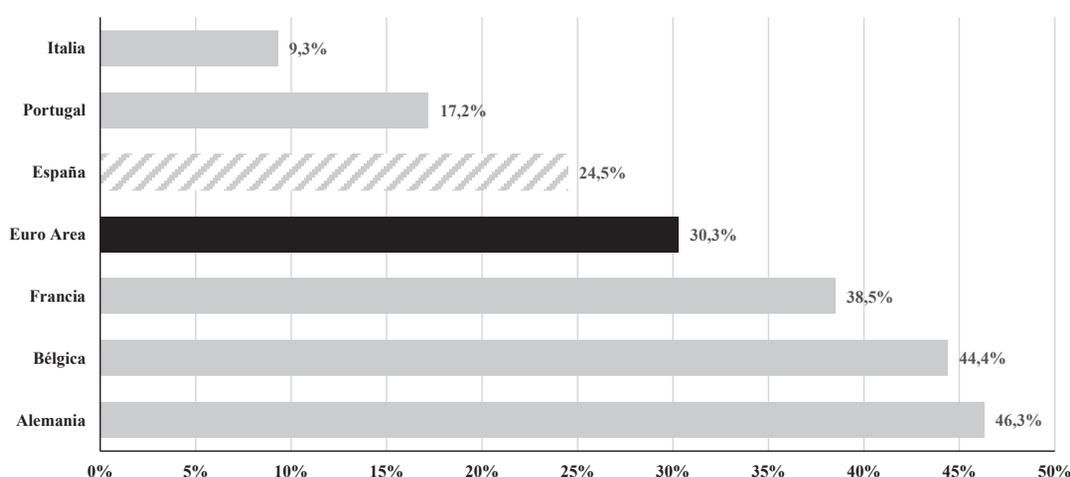
Se podría pensar, llegados a este punto, que dada la imposibilidad del Fondo de Reserva de la Seguridad Social de asegurar las pensiones a futuro, la población española estaría destinando parte de sus ahorros a

GRÁFICO 1
PARADOS POR FRANJA DE EDAD (% SOBRE POBLACIÓN ACTIVA)



Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta de Población Activa (EPA).

GRÁFICO 2
PORCENTAJE DE HOGARES CON INVERSIÓN PLANES DE PENSIONES O SEGUROS DE VIDA



Fuente: Elaboración propia a partir BCE (2017).

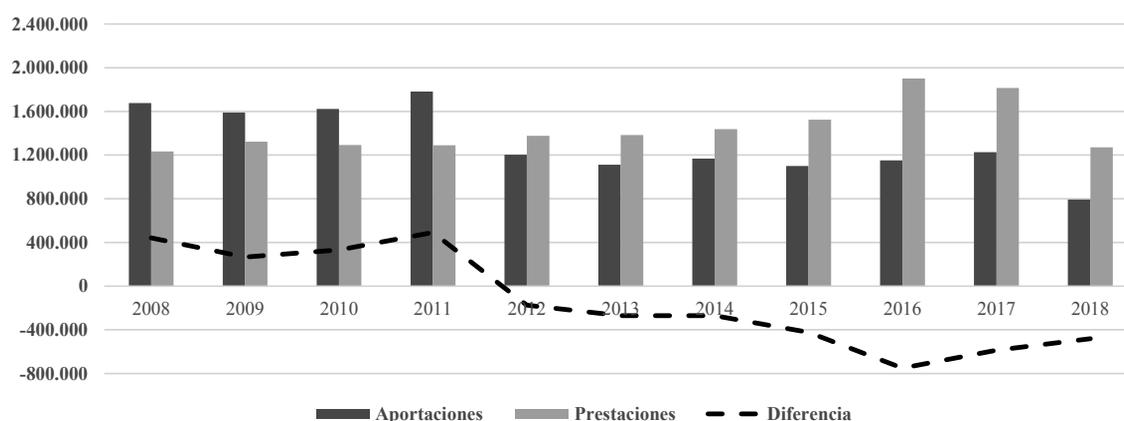
asegurar su futuro tras la jubilación. Sin embargo, ya los datos publicados por el Banco Central Europeo (2) en el año 2017, extraídos de la encuesta sobre finanzas y consumo de hogares, señalaban que tan solo el 24,5% de los hogares españoles invertían en planes de pensiones o seguros de vida, cifra inferior a la media de la Unión Europea (30,3%). En el gráfico 2 aparece una comparativa de la situación de España respecto a otros países de su entorno.

Por otro lado, y aunque desde el Pacto de Toledo se está empezando a estudiar la posibilidad de fomentar el ahorro para la jubilación impulsando los planes de pensiones, aún son pocos los trabajadores que cuentan con estos productos para complementar el futuro de su pensión. En línea con esto, el gráfico 3 en la siguiente página muestra como desde el año 2012 el nivel de

aportaciones a planes de pensiones es inferior al de prestaciones alcanzando dicha diferencia los casi 500 millones de euros para el tercer trimestre de 2018.

Llegados a este punto debemos preguntarnos qué motivos llevan a la población española a no destinar una cantidad suficiente de sus ingresos habituales al ahorro a largo plazo, con el fin de mantener su nivel de vida tras la jubilación. Parece ser que una de las razones que puede restar atractivo a los planes de ahorro a largo plazo son los denominados sesgos conductuales. Tversky y Kahneman (1974) ya apuntaban a la existencia de estos sesgos de la mente humana que nos impiden tomar decisiones calificadas habitualmente como «racionales», llevándonos a cometer errores sistemáticos. Posteriormente, con sus investigaciones (4) han demostrado la influencia directa de dichos

GRÁFICO 3
 APORTACIONES Y PRESTACIONES PLANES DE PENSIONES (MILES DE EUROS)



Fuente: Elaboración propia a partir de las estadísticas de Inverco (3) (2018).

sesgos en la toma de decisiones relacionadas con el ahorro a largo plazo lo que justifica en la práctica las dificultades para ahorrar de forma autónoma para la edad de jubilación, especialmente cuando no se tiene suficiente educación financiera o se carece de disciplina en el diseño de las finanzas personales.

FINANZAS CONDUCTUALES: SESGOS QUE AFECTAN A LA DECISIÓN DE AHORRO A LARGO PLAZO ↓

Habitualmente, cuando se habla de sesgos en el ámbito de las finanzas conductuales se hace referencia a determinados errores en el razonamiento de los individuos que afectan a su comportamiento. Entendido así, es comprensible que haya sido objeto de numerosos estudios científicos no sólo en el campo de la economía, sino también de la psicología y la filosofía. Sin embargo, una de las clasificaciones más utilizadas en la práctica no proviene de los académicos, sino que viene de la mano de un profesional del mercado financiero como es Michael M. Pompian, el cual distingue entre dos tipos de sesgos: a) sesgos cognitivos que se derivan básicamente de errores en el procesamiento de información o fallos de la memoria y, b) sesgos emocionales derivados de algunos sentimientos, creencias o actitudes que suelen aparecer de forma espontánea (Pompian, 2012). En principio, parece que los primeros son más fáciles de mitigar, ya que es más sencillo corregir errores en el razonamiento humano cuyo origen podríamos decir que es de naturaleza técnica (a través de una mejora en la educación o en la calidad de la información recibida) que cambiar la predisposición emocional hacia ciertos juicios de valor, cuyo fundamento está muy arraigado en el interior de los individuos.

En cualquier caso, sea cual sea la categorización elegida para los sesgos, las finanzas conductuales ponen de manifiesto que el comportamiento real de los humanos en la toma de decisiones financieras, no coincide con el modelo de comportamiento racional desarrollado en la teoría financiera clásica. De hecho,

como se desprende de la extensa literatura al respecto, el principal punto de confrontación entre la economía conductual y los modelos clásicos es la presunción de racionalidad de los agentes económicos. En esta línea, ya hace más de medio siglo que Herbert Simon defendía la idea de que la racionalidad perfecta es inalcanzable para el ser humano debido a las limitaciones cognitivas que posee, refiriéndose a ello como «racionalidad limitada» (Simon, 1955).

No obstante, los avances en la investigación conductual están mostrando que aunque el denominado *homo economicus* dejase de considerarse una representación fidedigna del comportamiento humano, esto no significaría que no se puedan desarrollar modelos económicos que ayuden a predecir el comportamiento de los individuos; ya que, los errores muchas veces se producen de forma sistemática.

A efectos prácticos, no sólo es interesante conocer los principales sesgos que pueden estar influyendo en la deficiente previsión de ahorros a largo plazo por parte de los hogares españoles, sino también qué posibles vías de mitigación pueden existir. En este sentido, no podemos dejar de mencionar las relevantes aportaciones de Richard Thaler (5), al cual se considera el gran impulsor de las finanzas conductuales no sólo por el rigor y originalidad de sus trabajos, sino por la difusión de los mismos (6). Hay quienes piensan, incluso, que R. Thaler se hizo conocido en el campo de *behavioral finance* debido a su participación regular en el *Journal of Economic Perspectives* con una sección titulada *Anomalies*, donde el autor presentaba casos que evidenciaban que el comportamiento de los seres humanos no es estrictamente racional, poniendo de manifiesto los aspectos de carácter psicológico que influyen en la toma de decisiones. Sin duda, su obra ha sido prolífica, al igual que su protagonismo fuera y dentro del mundo académico. Ahora bien, no podemos olvidar que R. Thaler ha sido un seguidor de los pioneros D. Kahneman y A. Tversky cuya investigación basada en la teoría de las perspectivas (7), desarrollan-

do el concepto clásico de utilidad subjetiva esperada, ha supuesto un gran avance para la psicología y la economía (Kahneman y Tversky, 1979).

A continuación, se exponen, de forma breve, algunos de los sesgos no racionales que pueden afectar a la toma de decisiones de inversión y de los que hemos venido hablando anteriormente.

Descuento hiperbólico y procrastinación

El descuento hiperbólico consiste en el fenómeno que tiene lugar cuando los individuos descuentan a una tasa mayor los sucesos más próximos que aquellos que van a ocurrir en un tiempo futuro más lejano. De tal forma, que cuando para un individuo los costes presentes de una tarea son superiores a los costes futuros, habitualmente tiende a posponer dicha tarea, sin tomar en consideración que en el futuro tendrá lugar el mismo acontecimiento. Este efecto es lo que se conoce como procrastinación, por lo que puede ser entendido como una derivada directa del descuento hiperbólico al evaluar los costes de una determinada acción a valor actual.

En particular, en las decisiones de inversión a largo plazo, este sesgo nos lleva a que haya una preferencia por consumir hoy en lugar de ahorrar para mañana, creyendo que en un futuro próximo seremos más capaces de hacerlo. Todo ello unido a una falta de autocontrol generalizada, nos lleva a «dejar para mañana» las tareas importantes que deben ser hechas. De tal forma que, aunque deseemos ahorrar, solemos posponer la decisión de contratar un producto de ahorro de forma indefinida.

Todos estos aspectos han sido ampliamente estudiados en las últimas décadas. Sirvan como referencia los trabajos de Thaler (1981) y O'Donoghue y Rabin (1998), en los que se muestra como los individuos retrasan significativamente el traspaso de dinero desde una cuenta corriente a una cuenta de ahorro con mayor tipo de interés, aunque los beneficios económicos de hacerlo serían realmente superiores.

Sesgo de *statu-quo* e inercia

El sesgo de *statu-quo* hace referencia a la preferencia de los individuos por mantenerse en la situación actual, evitando los riesgos que puede conllevar una decisión activa; mientras que la inercia es un concepto tomado del campo de la física que describe la incapacidad que tiene un objeto de modificar su estado de reposo o de movimiento relativo uniforme. Traído al ámbito más económico, podría decirse que es la tendencia que tienen los individuos a evitar la toma de una decisión o bien, a mantenerse en ella una vez tomada, sea cual sea el resultado obtenido o el que potencialmente pueda obtenerse. Como puede observarse, ambos términos están relacionados y, en muchos casos se acompañan o son consecuencia de la procrastinación, mencionada en párrafos anteriores. Algunos autores, como por ejemplo Kahneman

et al. (1991), consideran que el sesgo de *statu-quo* es el efecto del sesgo de aversión a las pérdidas (será expuesto a continuación), explicando que los individuos ante la posibilidad de obtener pérdidas, prefieren no llevar a cabo ninguna decisión de inversión, ya que le generarían mayor malestar que el bienestar generado por las posibles ganancias.

En el ámbito del ahorro a largo plazo, esto hace que nos perpetuemos en lo que estamos haciendo, no tomando la decisión de empezar a ahorrar y/o no revisando las decisiones de ahorro que se tomaron en el pasado.

Aversión a las pérdidas

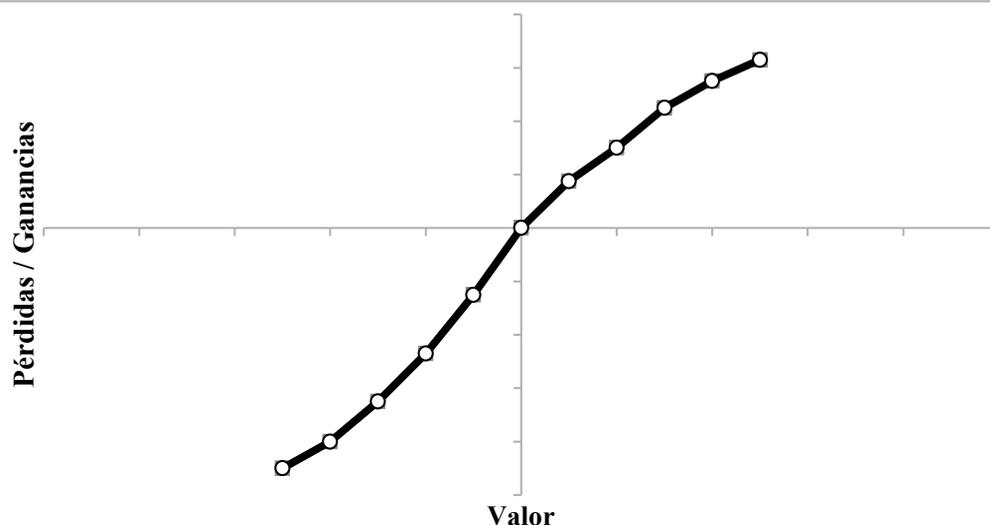
De forma sencilla, la idea que hay detrás del sesgo de aversión a las pérdidas, es que los individuos intentamos evitar el sufrimiento ligado a una pérdida, ya que el dolor asociado a una pérdida es superior a la satisfacción provocada por una ganancia equivalente. Este concepto no es nuevo, puesto que hace siglos que Adam Smith en su obra *The Theory of Moral Sentiments* exponía que el sufrimiento humano, cuando pasamos de una situación mejor a otra peor, es más intenso que el disfrute de pasar una peor a otra mejor. Si bien, la economía conceptual ha intensificado su aplicación.

Por ejemplo, Kahneman y Tversky (1979) trataron el concepto de aversión a las pérdidas a partir del estudio de una función de valor hipotética, formulada con datos obtenidos mediante respuestas en un contexto sin riesgo. La representación gráfica de dicha función, que es bastante utilizada en nuestros días tendría forma cóncava en las ganancias y convexa en las pérdidas. En la figura 2, en la página siguiente se observa como la parte de las pérdidas - margen izquierdo de la función - tiene mayor pendiente que la parte de las ganancias, haciéndose más empinada la línea en los valores negativos del eje de abscisas. Esto se traduce en que el efecto negativo de una pérdida se valora proporcionalmente peor que su valoración equivalente en ganancias.

En el caso del ahorro a largo plazo, este sesgo se manifiesta en que los individuos no queremos reducir el dinero que tenemos disponible, para poder invertirlo en productos cuyos resultados son relativamente inciertos a futuro.

El sesgo de aversión a las pérdidas expuesto, puede afectar a las decisiones a largo plazo de forma combinada con lo que se denomina «ilusión monetaria», es decir, con la tendencia a pensar sobre asuntos económicos y/o financieros en términos nominales, sin tener en cuenta el valor real del dinero al descontar el efecto de la inflación. Conforme apuntan Thaler y Sunstein (2008), los individuos sufren las pérdidas en dinero nominal, lo que hace que un euro perdido hace cinco años se sienta como un euro perdido ayer, lo que incrementa la aversión al riesgo y a las pérdidas. En el caso de productos de ahorro a largo plazo, dado que el horizonte temporal de la inversión suele ser am-

FIGURA 2
CONSTRUCTOS PREDICTORES



Fuente: Elaboración propia a partir Kahneman y Tversky (1979).

plio, esta tendencia se acentúa aún más y gana en importancia, haciendo que nos duela destinar dinero a ahorrar, pues en realidad lo sentimos hoy como una pérdida.

Algunas propuestas de mitigación de los sesgos conductuales

El impacto potencialmente negativo de los sesgos revisados en el ahorro a largo plazo de un individuo promedio resulta bastante evidente. A este respecto, las aportaciones de R. Thaler, así como otros académicos dedicados a la economía del comportamiento, no se han restringido al ámbito meramente descriptivo, sino que intentan conseguir una aplicación normativa o práctica.

En concreto, en este campo, el trabajo de Thaler y Sunstein (2008) recopila una parte relevante de las propuestas de mitigación de sesgos realizadas hasta la fecha. Con la introducción de los conceptos *nudge* (8) y *choice architecture* los autores describen las iniciativas que se llevan a cabo para alterar el comportamiento de los individuos, de una manera predecible y sin prohibir otras opciones posibles o cambiar significativamente los incentivos económicos. La tesis que sostienen los autores es que ciertas acciones en la presentación de opciones entre las que elegir, apenas perceptibles para un individuo, pueden hacer que, de manera libre, aquél tienda a elegir la opción económicamente óptima o «racional».

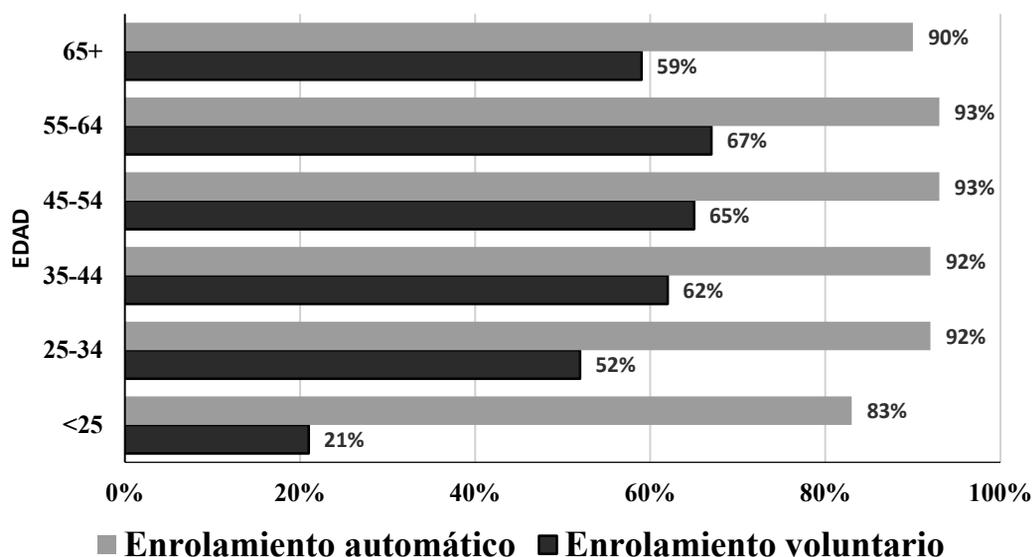
El rango de aplicación de estos *nudges* es muy amplio, desde el incremento en el número de personas que eligen ser donantes en caso de fallecimiento, hasta favorecer el ahorro privado en productos como planes de pensiones (Thaler y Benartzi, 2004). En este trabajo, Thaler y Benartzi exponen con detalle las característi-

cas de un programa de ahorro en Estados Unidos en la década del 2000, denominado *Save More Tomorrow* (más conocido por su acrónimo SMarT), cuyo principal objetivo fue incrementar las tasas de ahorro de los empleados de un conjunto de empresas estadounidenses de forma continuada en el tiempo, con subidas automáticas del porcentaje de sueldo destinado a la inversión en un plan de pensiones. Este incremento futuro de la tasa de ahorro se demostró que mitigaba el efecto del descuento hiperbólico y la procrastinación.

Otra posible propuesta de mitigación de los efectos perjudiciales del sesgo de *statu-quo* es optar por un enrolamiento automático para los planes de pensiones complementarios al sistema público, como el que ya ofrecen algunas empresas en España, es decir, que por defecto una parte de los ingresos mensuales se destinen a un plan de pensiones. Por tener una referencia de los efectos que en la práctica tiene este tipo de programas, se ofrece en el gráfico 4 de la siguiente página una fotografía de los resultados presentados en el informe más reciente de la gestora Vanguard (2018). En el mismo pueden observarse los efectos beneficios del enrolamiento automático, sea cual sea la franja de edad analizada.

Por otra parte, la sincronización de los aumentos en la tasa de ahorro y las subidas de salario de este programa SMarT puede ser efectiva también para mitigar el efecto del sesgo de aversión a las pérdidas. Un aumento en la tasa de ahorro sobre un salario constante puede ser percibido por el individuo como una pérdida que generará un rechazo, sin embargo, si el aumento en dicha tasa coincide con el incremento salarial, el asalariado observará en su cuenta corriente un ingreso superior al del mes anterior. Este hecho, no le permitirá detectar a simple vista que su poder adquisitivo no está creciendo al mismo nivel que su renta. Esto es, no detecta que ahorra un mayor porcentaje de sus ingresos.

GRÁFICO 4
PARTICIPACIÓN EN PROGRAMAS DE AHORRO CON Y SIN ENROLAMIENTO AUTOMÁTICO POR GRUPO DE EDAD



Fuente: Elaboración propia en base a Vanguard (2018).

Como hemos dicho, existe un amplio rango de propuestas de mitigación de sesgos en forma de pequeñas iniciativas que actúan como acicate, «nudges». Las descritas en este apartado son de aplicación privada por las entidades financieras o empresas que ofrecen productos de ahorro a largo plazo, pero también son de aplicación a políticas públicas. Es interesante destacar, en este sentido, la proliferación de «nudge units» o grupos de trabajo de instituciones públicas dedicadas a desarrollar propuestas para mitigar sesgos y encaminar a los ciudadanos hacia decisiones más beneficiosas para ellos.

ESTUDIO SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LOS GESTORES DEL MERCADO ESPAÑOL ANTE LOS PLANES DE PENSIONES: PRIMERA APROXIMACIÓN ↓

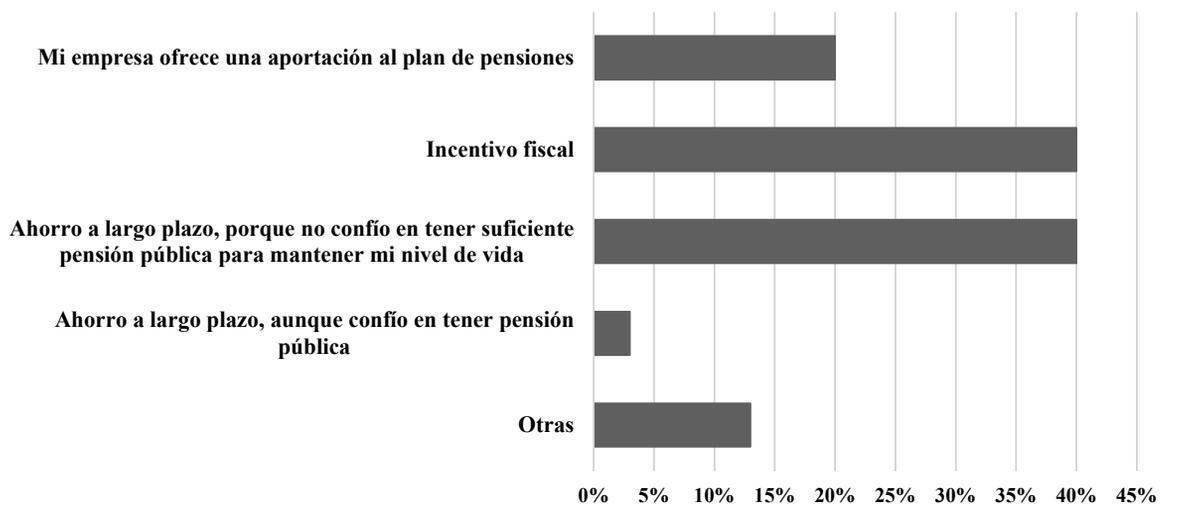
En este apartado se exponen, de forma breve, los resultados obtenidos del estudio realizado sobre el comportamiento de un segmento de la población española con un grado de conocimientos financieros y del mercado en general superior a la media. En concreto, se trata de las primeras conclusiones extraídas de una encuesta anónima realizada en diferentes momentos de los años 2017 y 2018 a un grupo nutrido de gestores del mercado español. La muestra ha estado formada por aproximadamente un 80% de hombres y un 20% de mujeres, proporción que está en consonancia con la participación mayoritariamente masculina en el sector financiero, y un 75% de los encuestados se encuentran en la franja de 40 a 60 años.

De acuerdo con los resultados de la IX encuesta de planes de pensiones elaborada por el observatorio Inverco (2018), para un 32% de los encuestados la principal razón para contratar productos de ahorro es la

búsqueda de un complemento a las pensiones públicas, siendo los planes de pensiones el producto más contratado por los españoles. Y, siguiendo esta misma fuente de información, más de un 16% de los españoles dedica una parte de sus ahorros para la jubilación a planes de pensiones individuales, elevándose este porcentaje a un 20% si se incluyen los planes de pensiones de empleo. En este sentido, fijándonos en la encuesta que hemos realizado a los gestores del mercado español, comprobamos que alrededor de un 80% dispone de un plan de pensiones privado dentro de su planificación de ahorro a largo plazo, siendo el intervalo de las personas de más edad en el que es más común tener un plan de pensiones o similar. Se evidencian grandes diferencias por franjas de edad, de tal forma que sólo un 20% de los participantes en la encuesta menores de 40 años tienen plan de pensiones privado. Si bien, aunque el porcentaje de gestores en este intervalo de edad no es demasiado significativo en la muestra analizada, parece validarse la idea que acompaña al sesgo de inconsistencia temporal del que hemos hablado anteriormente: cuanto más veteranos, mayor probabilidad de tener un plan de pensiones.

Fruto de la mencionada encuesta, se ha analizado el porcentaje de ingresos que los gestores destinan de forma sistemática al ahorro a largo plazo y los resultados muestran que aproximadamente un 25% de sus ingresos se dedica a tal fin, alcanzando un porcentaje aún superior en la franja de 40 a 50 años. No se detectan diferencias significativas por género. Evidentemente, ese porcentaje supera la tasa de ahorro media sobre los ingresos percibidos, que se aconseja desde ciertos organismos como apropiada y que se ha establecido en un 10-15%.

GRÁFICO 5
RAZONES PARA CONTRATAR UN PLAN DE PENSIONES PRIVADO



Fuente: Elaboración propia.

Si en lugar de plantear la cuestión sobre los ingresos habituales, se pregunta sobre cómo actuar ante la llegada de ingresos extraordinarios (por ejemplo, una devolución de dinero por parte de Hacienda), las respuestas no son tan similares. Por un lado, destaca que casi la mitad de los encuestados no realizaría ninguna aportación a su plan de pensiones con esa cantidad de dinero recibida de forma extraordinaria, mientras que un 20% de los participantes en la encuesta destinaría la totalidad del dinero recibido en la devolución de Hacienda. Por intervalo de edad, es el grupo de 50 a 60 años el más inclinado a dedicar el ingreso extra a incrementar los fondos de su plan de pensiones (llegando a un 40% de la cantidad percibida). Esta forma de actuar, puede estar relacionada con el sesgo de aversión a las pérdidas, ya que el ahorro se puede sentir como una pérdida en el momento en el que se toma la decisión.

Como se ha comentado, en la muestra analizada casi un 80% de los participantes confiesan tener un plan de pensiones privado. Ahora bien, ¿cuáles son las principales razones para contratar este tipo de producto? Parece ser que la preocupación sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones público también está en la mente de los gestores que han participado en la encuesta, siendo casi un 40% los que no confían en recibir un subsidio público suficiente llegada la edad de su jubilación. El gráfico 5 sobre estas líneas muestra los resultados agregados sobre los principales motivos que llevan a la contratación de un plan de pensiones privado.

Analizando por intervalo de edad, son los gestores de 40 a 50 años los que mayor preocupación manifiestan por la imposibilidad de cobrar su pensión pública, y estos mismos individuos son los que lo valoran como un incentivo fiscal. El 20% tiene un plan de pensiones de empresa, cifra algo superior a la media española que ronda el 10%.

Por otra parte, conforme a la ya mencionada IX encuesta sobre planes de pensiones individuales realizada por Inverco, las tres cuartas partes de las gestoras participantes coinciden en que los planes de pensiones de renta fija mixta son la opción más demandada en España en este momento. Sin embargo, del estudio que hemos llevado a cabo para recoger el comportamiento de los gestores del mercado, se desprende que más del 60% presentan un plan compuesto mayoritariamente por renta variable, mostrando por tanto un perfil más arriesgado. En esta cuestión, tampoco se detectan diferencias de género.

Sobre la idea de composición de cartera recordemos que R. Thaler sugería la pertinencia de presentar pocos modelos de cartera con distintos perfiles de riesgo, en función del estilo de vida (conservador, moderado, agresivo) y que la cartera conservadora sea la opción establecida por defecto. Al tiempo que animaba a realizar revisiones periódicas de la cartera, creando lo que se denomina *target maturity funds*, que vayan ajustando su perfil de riesgo a medida que llega la jubilación.

En este sentido, también se ha preguntado a los gestores sobre la política de revisión de su plan de pensiones, manifestando más del 50% que no revisan su plan de pensiones o que lo revisan sólo si surge algún evento extraordinario, es decir, que prefieren mantenerse en la situación actual. No se observan diferencias por género, siendo la franja de 40-50 años la más activa en la revisión de sus planes de pensiones.

REFLEXIONES FINALES ¶

Sin duda, uno de los problemas a los que se enfrenta la sociedad española es la insostenibilidad del sistema de pensiones, como consecuencia de unas altas tasas de paro mantenidas en el tiempo (sobre todo en la

franja de edad más joven) y un saldo negativo del crecimiento poblacional, que han provocado una importante reducción del Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Ahora bien, quizá es más inquietante que la población en su conjunto no responda ante este hecho, cambiando la forma en que gestiona sus finanzas con la vista puesta en el futuro.

Conforme se ha expuesto, existen diferentes razones detrás de este comportamiento, que nos llevan a mantener nuestra situación actual a pesar de no ser favorable para nosotros. Una de ellas son los denominados sesgos conductuales. Dicho con otras palabras, existen sesgos que influyen en la toma de decisiones de cualquier individuo y que nos llevan a comportarnos de manera no racional. Si nos comportásemos conforme al *homo economicus*, la planificación del ahorro respondería a una maximización de la utilidad total a lo largo de la vida, permitiéndonos un consumo sin altibajos, incluso después de la jubilación. Sin embargo, como humanos que somos cometemos errores de cálculo, lo que distorsiona la percepción de cuándo, cuánto y cómo deberíamos ahorrar. Añadido a esto, hemos visto que, superado este primer paso, es preciso mantener una disciplina de ahorro, cuestión también bastante difícil de conseguir pues nos falta fuerza de voluntad con demasiada frecuencia.

En resumen, podríamos decir que hay varias decisiones que un individuo promedio no efectúa de forma correcta: participar en planes de pensiones privados o productos de ahorro a largo plazo y establecer el porcentaje de ingresos que debería destinar al ahorro así como diseñar una cartera apropiada para realizar la inversión. Todo ello, de forma coherente con el perfil de riesgo de cada individuo y su situación vital.

Entre las posibles vías de mitigación de dichas deficiencias, como se ha expuesto en este artículo, hay quienes apuntan a los sistemas de ahorro automático o cuasi-obligatorio como medida eficiente para fomentar la capacidad de ahorro de la población. El propio Richard Thaler argumenta que, incluso, es posible favorecer la inversión en productos de ahorro con un simple cambio de diseño en las alternativas de inversión ofrecidas, es decir, diseñar la oferta de productos de ahorro siguiendo una «arquitectura» que facilite la elección de la opción más ventajosa para quién decide, aunque respetando la libertad de elección del individuo. Planes de pensiones cuasi-obligatorios ya existen en muchos países, sirva como ejemplo, el caso del Reino Unido: desde que la previsión social complementaria se implantó en 2012, hay más de un millón de empresas que han configurado un plan que afecta aproximadamente a nueve millones y medio de trabajadores y que supone que tres de cada diez empleados británicos dispongan de este plan de ahorro, el triple que en España.

Llegados a este punto, puede resultar un tanto desalentador que incluso parte de los profesionales del mundo financiero no estén todo lo bien preparados que deberían para su jubilación, aunque sin duda su

posición sea mejor que la media española. Es indudable que todavía queda mucho por hacer y sería deseable que la mejora de la educación financiera se produjese para la sociedad española en su conjunto, si es posible con la colaboración entre Administración Pública e instituciones privadas. El objetivo debe ir encaminado a que los individuos sean capaces de destinar parte de sus ingresos al ahorro a largo plazo, de forma sistematizada y constante, con el fin de no perder capacidad adquisitiva llegada la edad de jubilación.

NOTAS

- [1] Véase a este respecto el contenido del Informe «Evolución del número de pensionistas y pensiones. Período 2008-2018», publicado por el Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social en 2018.
- [2] Encuesta sobre finanzas y consumo de hogares del Banco Central Europeo (2ª oleada, abril 2017)
- [3] Los datos que se reportan son a final del ejercicio, excepto para 2018, puesto que los únicos datos de los que se disponen son los agregados hasta septiembre de ese año. La información completa está disponible en <http://www.inverco.es>
- [4] Una completa recopilación de los trabajos de ambos autores se encuentra en Kahneman (2011).
- [5] Recordemos que R. Thaler (Premio Nobel de Economía en 2017) comenzó sus investigaciones dentro de la economía clásica, siguiendo las premisas de racionalidad en la toma de decisiones, aunque posteriormente sus trabajos tomaron un cambio de rumbo. De hecho, en una de sus primeras publicaciones titulada *The Value of Saving a Life: Evidence from the Labor Market*, ya hacía alusión al endowment effect, es decir, al sesgo que hace a los individuos valorar más las cosas que ya poseen (sea comprado o heredado) que aquello que podrían conseguir, aunque tengan un valor similar en el mercado.
- [6] Véase a este respecto, el resumen expuesto en Tugores (2017).
- [7] Demostraron que las preferencias de los individuos son incoherentes cuando las mismas opciones se les presentan de forma diferente, explicando así ciertos comportamientos irracionales.
- [8] Traducido habitualmente, en español, por acicate o «empujoncito».

REFERENCIAS

- BCE (2017). «*The Household Finance and Consumption Survey (wave 2)*», Banco Central Europeo, abril.
- IEB (2016). «*Nuevas tendencias del Ahorro en España. Estudio demoscópico*», Instituto de Estudios Bursátiles.
- INE (2018). «*Estadísticas del Movimiento Natural de la Población (Nacimientos, Defunciones y Matrimonios)*». Instituto Nacional de Estadística.
- Inverco (2018). «*IX Encuesta de Planes de Pensiones*», Observatorio Inverco, noviembre.
- Kahneman, D. (2011). «*Thinking, fast and slow*». Penguin, Londres.
- Kahneman, D. y Tversky, A. (1979). «Prospect theory: An

analysis of decision under risk." *Econometrica*, vol. 47, No. 2, pp. 263-291.

Kahneman, D., Knetsch, J. L. y Thaler, R. H. (1991). "Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias". *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, No. 1, pp. 193-206.

O'Donoghue, T. y Rabin, M. (1998). "Procrastination in preparing for retirement", en Aaron, H. (Ed.) *Behavioral Dimensions of Retirement Economics*, Brookings Institution y Russell Sage Foundation, Washington, D.C.

Pompian, M. M. (2012). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases*, 2nd Edition. Wiley Finance, New York.

Simon, H. A. (1955). "A Behavioral Model of Rational Choice". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, No. 1, pp. 99-118.

Thaler, R. H. (1981). "Some empirical evidence on Dynamic Inconsistency". *Economic letters*, vol. 8, No. 3, pp. 201-207.

Thaler, R. H. y Benartzi, S. (2004). "Save more tomorrow": Using behavioral economics to increase employee saving". *Journal of Political Economy*, vol. 112, No. 1, pp. 64-187.

Thaler, R. H. y Rosen, S. (1976). "The Value of Saving a Life: Evidence from the Labor Market", en Terleckyj, N. H. (Ed.) *Household Production and Consumption*, New York: National Bureau of Economic Research.

Thaler, R. H. y Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness*. Yale University Press, New Haven CT.

Tversky, A. y Kahneman, D. (1974). "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases", *Science*, vol. 185, No. 4157, pp. 1124-1131.

Tugores, J. (2017). "Quasi-racionalidad: una nota sobre Richard Thaler, premio Nobel 2017", *Revista de Economía Crítica*, No. 24, pp. 3-6.

Vanguard (2018). "How America Saves 2018. Vanguard 2017 defined contribution plan data", The Vanguard Group Inc.