



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

Análisis de los resultados de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público

Autor

Mercedes Lozano Nogueras

Director

Laura Andreu Sánchez

Facultad de Economía y Empresa  
Curso 2016-2017

## **Análisis de los resultados de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público**

---

**Autor: Mercedes Lozano Nogueras**

**Director: Laura Andreu Sánchez**

**Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO)**

---

**RESUMEN** El presente trabajo analiza la persistencia en rentabilidad de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público. Para ello, comenzaremos contextualizando el Sistema Público de Pensiones español explicando su actual situación, así como las reformas aplicadas a lo largo de los años. Continuaremos presentando los Planes de Pensiones privados como complemento a la pensión pública detallando sus respectivas ventajas e inconvenientes, tipología y progreso histórico. Posteriormente, nos centraremos en los Planes de Pensiones del sistema de Empleo y su evolución en el tiempo para, finalmente, proceder al estudio del análisis empírico basado en los Planes de Pensiones del sistema de Empleo pertenecientes a organismos públicos españoles para el periodo 2005-2016. A partir del estudio realizado, se concluye que existe persistencia en la rentabilidad en periodos de crecimiento económico.

**Palabras clave** Planes de pensiones / Sector público / Rentabilidad / Persistencia

---

**ABSTRACT** This work analyses the performance persistence in the pension schemes of the public sector. We start contextualizing the Spanish Pension System explaining its present-day situation as well as its reforms over time. We continue describing the private pension plans like a complementary product to public pension describing its advantages and disadvantages, typology and historical progress. Later, we focus on the pension schemes of the Employment system and its development over time. Finally, we proceed with the empirical analysis of performance persistence on the pension Schemes belonging to Spanish Public organizations for the period 2005-2016. We conclude the existence of persistence in performance in periods of economic growth.

**Keywords** Pension plans / Public sector / Performance / Persistence

---

## INDICE

MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS .....	5
1. CONTEXTUALIZACIÓN DEL SISTEMA PÚBLICO DE PENSIONES EN ESPAÑA.....	6
1.1 REFORMAS DEL SISTEMA PÚBLICO DE PENSIONES .....	11
2. LOS FONDOS Y PLANES DE PENSIONES PRIVADOS.....	12
2.1 EVOLUCIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL DE FONDOS Y PLANES DE PENSIONES PRIVADOS.....	15
2.2 PLANES DE PENSIONES DE EMPLEO .....	21
3. DESCRIPCIÓN DE LA BASE DE DATOS .....	22
3.1 EVOLUCIÓN DE LOS PLANES DE PENSIONES DEL SISTEMA DE EMPLEO .....	22
3.2 ELABORACIÓN DE LA BASE DE DATOS .....	25
4. PERSISTENCIA EN RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES DEL SISTEMA DE EMPLEO DEL SECTOR PÚBLICO.....	32
4.1 METODOLOGÍA.....	32
4.2 RESULTADOS EMPÍRICOS .....	34
5. CONCLUSIONES.....	37
BIBLIOGRAFIA .....	38
ANEXO I. Cambios en la tributación y la liquidez de los Planes de Pensiones. ....	40
ANEXO II. Cambios en los tipos a aplicar en el IRPF según la base imponible.....	41
ANEXO III. Listado de Planes de Pensiones del Sistema de Empleo analizados.....	42

## INDICE DE FIGURAS

Figura 1. 1. Evolución del Fondo de Reserva en España 2009-2016.....	6
Figura 1. 2. Pirámide de población española en 1971 .....	7
Figura 1. 3. Pirámide de población española en 2016 y 2049 .....	8
Figura 1. 4. Evolución de la esperanza de vida al nacimiento 1991-2063 .....	8
Figura 1. 5. Evolución del número de afiliados en la Seguridad Social en España 2011-2016 .....	10
Figura 1. 6. Evolución de la tasa de paro en España 2011-2016.....	10
Figura 2. 1. Participantes de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo .....	15
Figura 2. 2. Evolución del número de Planes de Pensiones 1990-2016.....	16
Figura 2. 3. Evolución del patrimonio de los Fondos de Pensiones 1990-2016 .....	17
Figura 2. 4. Distribución del ahorro de las familias 2007-2015 .....	18
Figura 2. 5. % de ahorro en Fondos de Pensiones sobre el total de activos financieros en 2015 .....	19
Figura 2. 6. Evolución del número de partícipes 1990-2016.....	19
Figura 2. 7. Distribución de los partícipes por sexo y tramo de edad (2015).....	20
Figura 3. 1. Evolución de las aportaciones a Planes de Pensiones de Empleo (millones de euros) 2004-2015 .....	23
Figura 3. 2. Rentabilidad media de los Planes de Pensiones y de los Planes de Pensiones de Empleo .....	24
Figura 3. 3. Rentabilidad media de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, Ibex 35 y Eurostoxx 50 (2005-2016) .....	30
Figura 3. 4. Rentabilidad media de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, bono español a 3 años y bono español a 10 años 2005-2016.....	31

## INDICE DE TABLAS

Tabla 2. 1. Evolución de la cuenta de posición 2015-2016.....	17
Tabla 3. 1. Evolución del número de Planes de Pensiones de Empleo según su modalidad 2007-2015 .....	22
Tabla 3. 2. Evolución del número de partícipes y cuenta de posición de los Planes de Pensiones de Empleo 2007-2015.....	22
Tabla 3. 3. Estadísticas descriptivas de los Planes de Pensiones de Empleo .....	26
Tabla 3. 4. Estadísticas descriptivas de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público por Comunidad Autónoma.....	27
Tabla 3. 5. Estadísticas descriptivas del número de partícipes de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo por Comunidad Autónoma .....	28
Tabla 3. 6. Rentabilidad de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, Ibex 35, Eurostoxx 50, bono español a 3 años y bono español a 10 años. ....	29
Tabla 4. 1. Persistencia en rentabilidad de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público en España. ....	35

## **MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS**

El principal motivo que me ha llevado a escoger este tema para desarrollar mi trabajo es la importante labor que tienen los planes de pensiones a día de hoy. El Sistema Público de Pensiones atraviesa una difícil situación que conmueve una gran preocupación a los españoles. Además de esto, la vocación financiera que me caracteriza me promueve interés por profundizar en este producto financiero. En efecto, este trabajo engloba conocimientos adquiridos en las materias de finanzas como Operaciones Actuariales y de Seguros y Gestión de Carteras además de Estadística.

El objetivo general que pretendo alcanzar con este trabajo es conocer, con cierta profundidad, el panorama de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público. Para ello, mis objetivos específicos son ofrecer una visión global de la situación actual del Sistema Público de Pensiones en España, presentar los Planes de Pensiones privados como complemento a la pensión pública, analizar el comportamiento de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo y más concretamente los del sector público y realizar un estudio de la persistencia en rentabilidad de estos Planes de Pensiones.

En vista de ello, voy a estructurar el trabajo en cinco partes.

En un primer capítulo, mostraré la contextualización del trabajo fundamentada en el Sistema Público de Pensiones en España analizando los problemas que acarrea, así como las reformas aplicadas en los últimos años.

En un segundo capítulo, presentaré los fondos y planes de pensiones privados explicando sus ventajas e inconvenientes y su evolución a lo largo de los años profundizando en los Planes de Pensiones del sistema de Empleo puesto que a ellos corresponde el análisis posteriormente aplicado.

En un tercer capítulo, explicaré la base de datos utilizada para el análisis empírico, es decir, los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, así como su elaboración para, seguidamente, desarrollar el cuarto capítulo basado en el análisis empírico de estos Planes de Pensiones explicando la metodología utilizada y mostrando los resultados y las pertinentes conclusiones.

Una vez desarrollado el cuerpo del trabajo, en el quinto capítulo, expondré las conclusiones siendo éstas los resultados cualitativos y cuantitativos del presente trabajo.

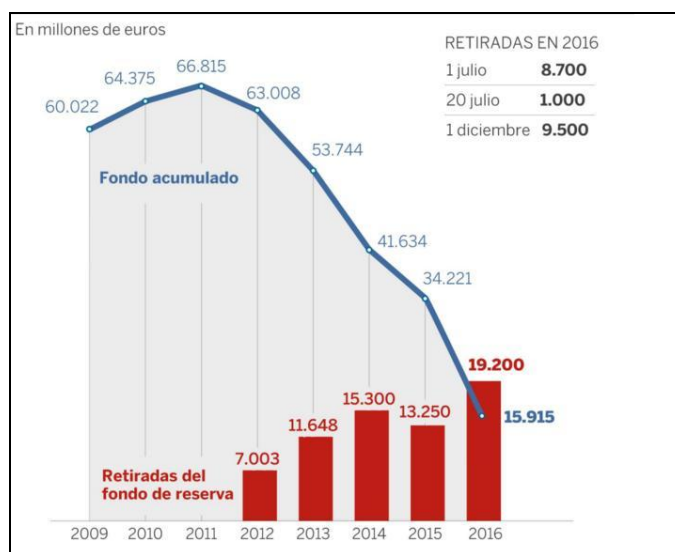
## 1. CONTEXTUALIZACIÓN DEL SISTEMA PÚBLICO DE PENSIONES EN ESPAÑA

El artículo 50 de la Constitución Española sostiene que “los poderes públicos garantizarán, mediante pensiones adecuadas y periódicamente actualizadas, la suficiencia económica a los ciudadanos durante la tercera edad”.

El Sistema Público de Pensiones español funciona mediante un sistema de reparto, es decir, las pensiones de cada año se pagan con los ingresos por cotización de los trabajadores de ese mismo año. Si los ingresos de un año son superiores a los gastos, la diferencia se destina al Fondo de Reserva y, en el caso contrario, cuando los ingresos son inferiores a los gastos, se recurre a dicho fondo para cubrir los gastos.

Desde 2012 se ha tenido que recurrir al Fondo de Reserva para hacer frente a los gastos derivados de las pensiones. Esto quiere decir, que algo no funciona bien y que viene de años atrás.

**Figura 1. 1. Evolución del Fondo de Reserva en España 2009-2016**



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

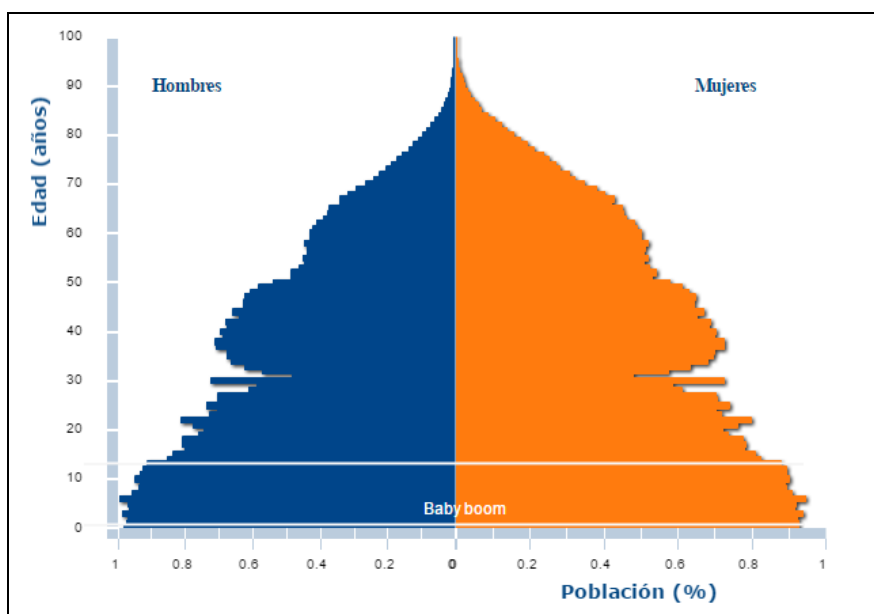
La Seguridad Social ha necesitado del Fondo de Reserva en los últimos cinco años dejando en dicho depósito la cantidad de 15.915 millones de euros, cuantía inferior a la utilizada en el 2016 por lo que, manteniendo este ritmo en 2017, el Fondo podría quedar agotado de acuerdo a la información del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Como podemos apreciar, el Sistema Público de Pensiones no es sostenible en el tiempo. Los principales factores que hacen inviable el Sistema Público de Pensiones son la actual evolución demográfica que sufre la población española, la situación y evolución del mercado de trabajo y el incremento de las prestaciones. A esto hay que añadir, la intensa crisis económica que ha supuesto déficits en las cuentas de la Seguridad Social.

En relación con la evolución demográfica, España experimenta una evolución demográfica caracterizada por una baja tasa de natalidad y una elevada esperanza de vida. Según un estudio realizado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) en 2016, el número de nacimientos seguirá reduciéndose en los próximos años y, la esperanza de vida aumentará.

La Figura 1.2 muestra la pirámide de población española en 1971. En dicho año, la disminución de la mortalidad a edades tempranas y medianas y la elevada natalidad, *baby boom*, dan una forma acampanada a la pirámide de población. En la población mayor de 65 años ya se hacía notar la mayor esperanza de vida por parte de las mujeres.

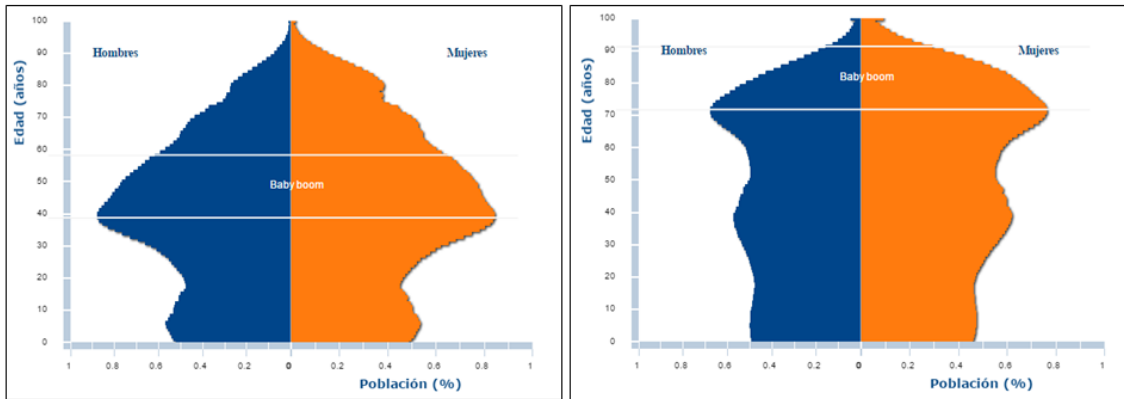
**Figura 1. 2. Pirámide de población española en 1971**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Actualmente, la base de la pirámide es más estrecha por la reducción de los nacimientos y la cúspide más ancha a causa de la creciente esperanza de vida. En los próximos años, se estima que estas características serán más acusadas todavía (véase la Figura 1.3).

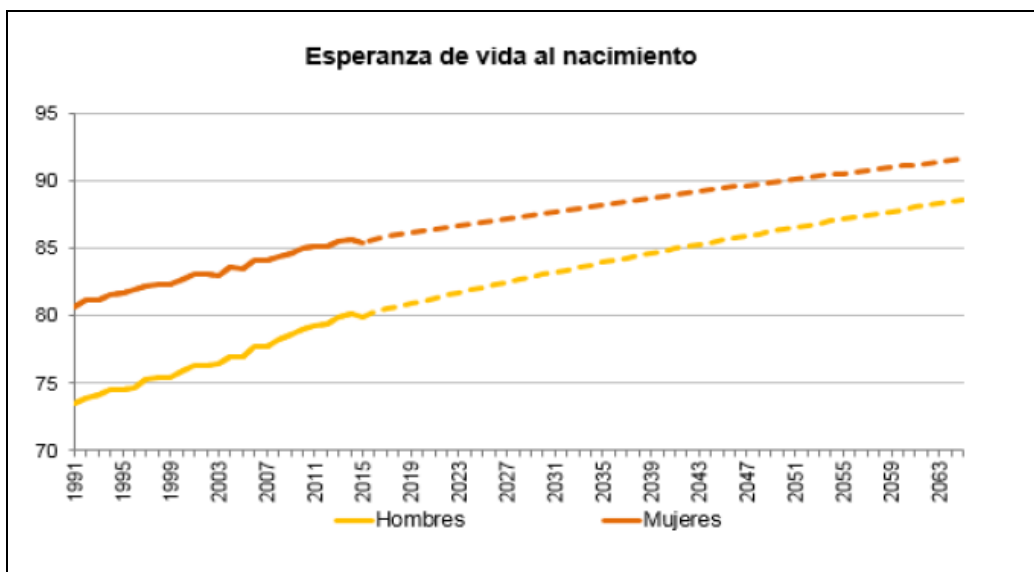
**Figura 1. 3. Pirámide de población española en 2016 y 2049**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

El número de nacimientos seguirá reduciéndose en los próximos años, principalmente por la reducción del número de mujeres en edad fértil. Manteniendo la tendencia actual, la esperanza de vida al nacer alcanzaría los 88,5 años en los varones y los 91,6 en las mujeres en 2.065, según el estudio de Proyecciones de Población 2.016-2.066 del Instituto Nacional de Estadística.

**Figura 1. 4. Evolución de la esperanza de vida al nacimiento 1991-2063**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).



Por otra parte, la población mayor de 65 años que, actualmente, se sitúa en el 18,7% se estima que en 2.066 aumentará hasta el 34,6%. Siendo así, la tasa de dependencia<sup>1</sup> pasaría del 53,5% a ser del 87,7%, es decir, cada joven en edad de trabajar tendría que mantener prácticamente a cada jubilado.

La pérdida de población se concentraría en el tramo de edad comprendida entre los 30 y 49 años, reduciéndose en un 40,1% en 2.066 mientras que la población se incrementaría en la mitad superior de la pirámide. La población mayor de 65 años se incrementaría en un 63,1% en 2.066. Esta evolución en la estructura demográfica de la población española supone un intenso envejecimiento de la población lo que afecta notablemente al Sistema Público de Pensiones, especialmente cuando este sistema es de reparto en lugar de ser un sistema de capitalización, tal y como se ha comentado anteriormente.

En cuanto a la evolución del mercado laboral, se puede destacar que éste ha experimentado una serie de cambios en las últimas décadas. Por un lado, la etapa activa ha ido reduciéndose por dos motivos; el retraso en el acceso al mercado de trabajo como consecuencia de la prolongación de los años de formación y de estudio de los jóvenes en relación a las generaciones pasadas y la baja tasa de participación de las personas mayores de 50<sup>2</sup> años por jubilaciones anticipadas.

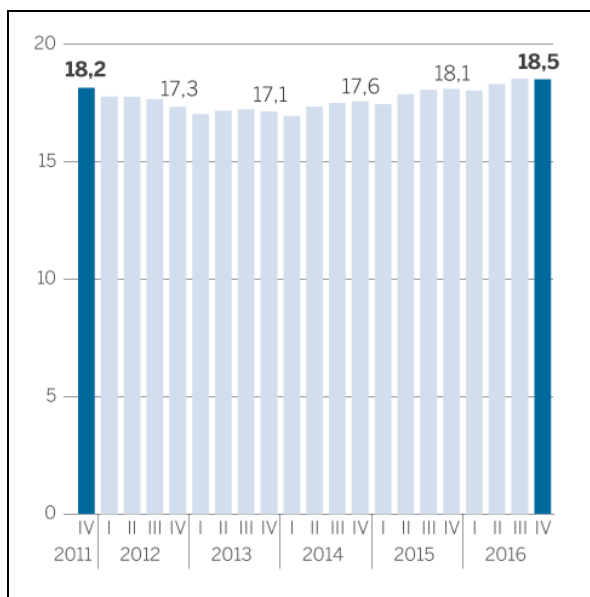
Por otro lado, se puede hablar de las altas tasas de desempleo. La reciente crisis económico-financiera que ha sufrido España ha tenido un gran efecto en el Sistema Público de Pensiones disminuyendo el número de cotizantes como puede observarse en la Figura 1.5.

---

<sup>1</sup> La tasa de dependencia es la relación entre los ciudadanos mayores de 65 años y los considerados potencialmente activos (de 16 a 64 años).

<sup>2</sup> La tasa de participación de las personas mayores de 50 años mide la proporción de personas mayores de 50 años que trabajan o buscan empleo entre la población total mayor de 50 años.

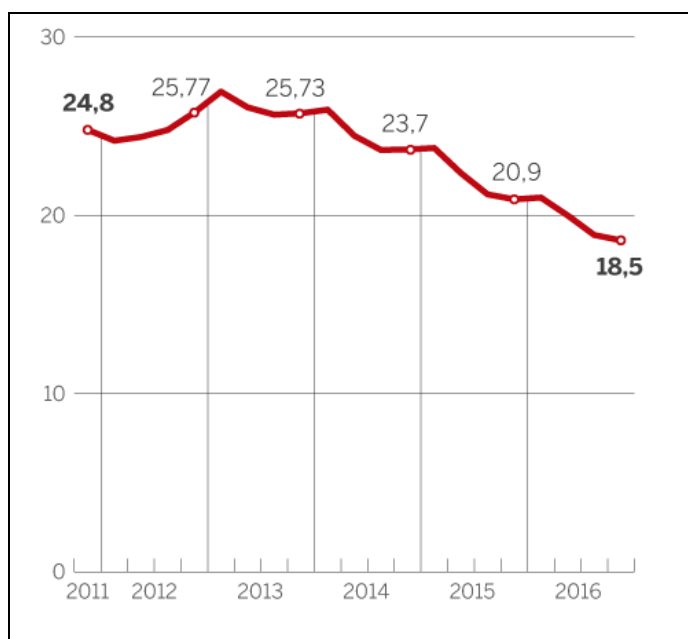
**Figura 1. 5. Evolución del número de afiliados en la Seguridad Social en España 2011-2016**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

De forma adicional, España ha llegado a alcanzar datos históricos de desempleo; concretamente más de seis millones de parados y una tasa de desempleo del 27,1%. Actualmente, la tasa de desempleo se ha reducido hasta el 18,5% tal y como se muestra en la Figura 1.6.

**Figura 1. 6. Evolución de la tasa de paro en España 2011-2016**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Estas situaciones han causado una reducción en el número de cotizantes a la Seguridad Social y un incremento en las prestaciones, bien por el aumento del número de pensionistas por el progresivo envejecimiento de la población, bien por el mayor acceso a las prestaciones públicas. Como consecuencia, el Sector Público se ha encontrado con menores ingresos y mayores gastos.

## **1.1 REFORMAS DEL SISTEMA PÚBLICO DE PENSIONES**

En 2011 se planteó una reforma para el Sistema Público de Pensiones, que entró en vigor el 1 de enero de 2013 (Ley 27/2011, de 1 de agosto) mediante la cual se modificaron aspectos relativos al sistema de Seguridad Social.

Los cambios que supuso afectaron a las condiciones de acceso a la jubilación. En primer lugar, la edad legal de jubilación se incrementa de manera escalonada de los 65 a los 67 años en un periodo de 15 años; en segundo lugar, se aumenta el periodo de cómputo para calcular la pensión de los 15 a los 25 años y; finalmente, se amplía el número de años de cotización para jubilarse con el 100% de 35 a 37 o 38 años y medio.

Posteriormente, se aprobó una nueva reforma (Ley 23/2013, de 23 de diciembre) que introdujo un índice de revalorización y reguló el factor de sostenibilidad.

En primer lugar, el factor de sostenibilidad es un instrumento que con carácter automático permite vincular el importe de las pensiones de jubilación del sistema de la Seguridad Social a la evolución de la esperanza de vida de los pensionistas. Este factor ajusta la cuantía inicial de las pensiones en función de la esperanza de vida en dicho momento, revisando este dato cada cinco años.

El objetivo de esta modificación es mantener el equilibrio entre las contribuciones al sistema y las prestaciones esperadas, garantizando a las generaciones presentes y futuras la percepción de pensiones de jubilación adecuadas.

En segundo lugar, el índice de revalorización es un mecanismo que fija el crecimiento anual de las pensiones.

Hasta 2014, la revalorización de las cuantías de los jubilados estaba vinculada a la inflación. Con esta reforma, se introduce un factor de revalorización que tiene en cuenta tanto la evolución del IPC como los ingresos y gastos de la Seguridad Social

durante un plazo de 11 años, cinco previos, el de ejecución y las proyecciones de cinco futuros.

Una alternativa a la inseguridad sobre la sostenibilidad del sistema público de pensiones sería el ahorro a través de planes de pensiones privados, es por ello que este TFG se va a centrar en la gestión de los planes de pensiones privados y concretamente, como explicaré más adelante, de los planes de pensiones privados del sistema de empleo.

Cabe mencionar la iniciativa aragonesa llevada a cabo por Pensumo, *la pensión por consumo*, una compañía zaragozana de servicios en la línea de economía colaborativa y el consumo compartido, mediante la cual los consumidores ahorran para su pensión al comprar productos cotidianos. El proyecto se puso en marcha en noviembre de 2013 y consiste en destinar un porcentaje de cada compra realizada en los establecimientos asociados a Pensumo a un Plan de Ahorro. De esta manera, Pensumo funciona como un elemento de fidelización para las empresas y de ahorro para los usuarios.

## **2. LOS FONDOS Y PLANES DE PENSIONES PRIVADOS**

Los planes de pensiones privados son instrumentos de ahorro a largo plazo como complemento a la previsión social (pensión pública) en el que el beneficiario realiza aportaciones económicas que, posteriormente, recibe en caso de jubilación, viudedad, orfandad o invalidez. Estas aportaciones son invertidas mediante un Fondo de Pensiones. Por tanto, un Fondo de Pensiones es un patrimonio formado por aportaciones de diferentes Planes de Pensiones con las que se efectúan inversiones.

Los planes de pensiones privados además de ser necesarios para complementar la pensión pública, nos ofrecen ciertas ventajas:

- Flexibilidad en las aportaciones. El partícipe decide cuándo y cuánto quiere aportar con posibilidad de domiciliación bancaria; así como posibilidad de elección de la estrategia de inversión, es decir, el partícipe elige en qué plan de pensiones invertir de acuerdo a su perfil de riesgo (con mayor o menor exposición a la renta variable, mayor o menor exposición a moneda extranjera, etc.).

- Seguridad en caso de insolvencia del fondo de pensiones puesto que el fondo no se disuelve en dicho caso, se sustituye a la Gestora o a la entidad Depositaria por otra entidad.
- Ventajas fiscales. Permite la deducción de las aportaciones realizadas por el partícipe en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) con un límite anual.

La reforma fiscal propuesta por la Ley 26/2014, de 27 de noviembre permite reducir la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) en la menor de las cantidades siguientes: 8.000 euros o el 30% de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas, independientemente de la edad que se tenga.

No obstante, no todo son ventajas y hay que tener en cuenta algunos inconvenientes antes de invertir en estos productos.

- Falta de liquidez puesto que, las aportaciones sólo se pueden rescatar en caso de jubilación, fallecimiento, dependencia, invalidez, desempleo de larga duración o enfermedad grave.

Aunque la Ley 26/2014, de 27 de noviembre introduce un nuevo supuesto de liquidez por aportaciones a Planes de Pensiones con antigüedad superior a diez años. A partir del 1 de enero de 2.025 será posible disponer anticipadamente de los derechos derivados de aportaciones efectuadas hasta el 31 de diciembre de 2.015 en Planes de Pensiones Individuales y Planes de Pensiones Asociados. En los Planes de Pensiones de Empleo, esta posibilidad de disposición anticipada está condicionada a que lo permita el compromiso y lo prevean las especificaciones del plan. (Véase Anexo I)

- Tributación a la hora del rescate del plan de pensiones. El importe acumulado en el plan de pensiones se puede cobrar en distintas modalidades y cada una de ellas tributa de manera diferente.

Si recuperamos el dinero en forma de capital, el rescate tributa como rendimientos del trabajo aunque existe una reducción fiscal del 40%, para aquellas aportaciones realizadas antes del 31 de diciembre de 2006, sujeta a un plazo máximo para el cobro con la última reforma fiscal. Para contingencias acaecidas en los años 2.010 o anteriores, la reducción fiscal se aplica a las prestaciones percibidas hasta el 31 de diciembre de 2.018; para contingencias acaecidas entre 2.011 y 2.014 la reducción fiscal se aplica a las prestaciones percibidas en los ocho ejercicios siguientes a la

contingencia y; para contingencias acaecidas en 2.015 o posterior, la reducción sólo se aplica en los dos años siguientes a la contingencia.

Si recuperamos el dinero en forma de renta, ésta se considera como rendimientos del trabajo y tributa según las tablas del IRPF (véase Anexo II).

Otra alternativa es rescatar el dinero en forma mixta de manera que, se combina las dos modalidades anteriores, consiste en percibir en forma de capital parte de los derechos económicos y establecer una renta con el importe restante.

En relación con las vocaciones inversoras de los planes de pensiones privados, según Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones), podemos diferenciar en seis grupos:

- Renta fija a corto plazo: planes de pensiones que no incluyen activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija y, cuya duración media sea inferior o igual a dos años.
- Renta fija a largo plazo: planes de pensiones que no incluyen activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija y cuya duración media sea superior a dos años.
- Renta fija mixta: planes de pensiones que tienen menos del 30% de la cartera invertida en activos de renta variable.
- Renta variable mixta: planes de pensiones que tienen entre el 30% y el 75% de la cartera invertida en activos de renta variable.
- Renta variable: planes de pensiones que tienen más del 75% de la cartera invertida en activos de renta variable.
- Garantizados: planes de pensiones para los que exista garantía externa de un determinado rendimiento otorgada por un tercero.

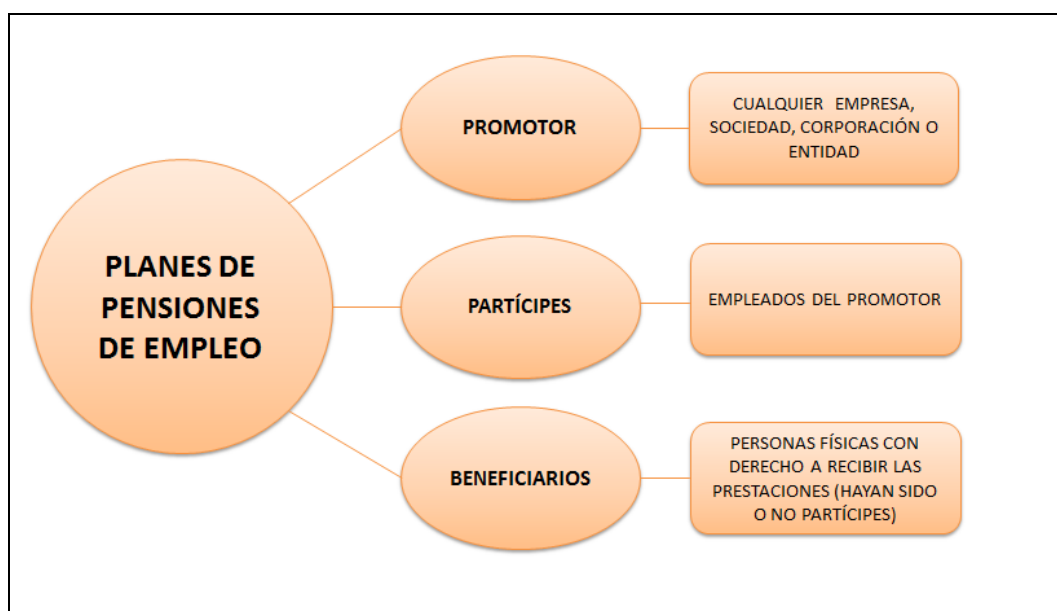
Por otro lado, en relación a quienes sean sus promotores y sus partícipes, podemos diferenciarlos en tres grupos:

- Sistema Individual: el promotor del plan de pensiones es una entidad de carácter financiero y cuyas aportaciones las realiza el propio partícipe del plan.

- Sistema de Empleo: el promotor del plan de pensiones es una empresa, sociedad o corporación que realiza aportaciones en beneficio de sus partícipes, los cuales son empleados de dicho promotor.
- Sistema Asociado: el promotor del plan de pensiones es una asociación o sindicato y cuyos partícipes son los asociados, miembros o afiliados.

La Figura 2.1 muestra los diferentes participantes de un plan de pensiones del sistema de empleo, dado que como he comentado anteriormente, el TFG se va centrar en los Planes de Pensiones de Empleo.

**Figura 2. 1. Participantes de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco.

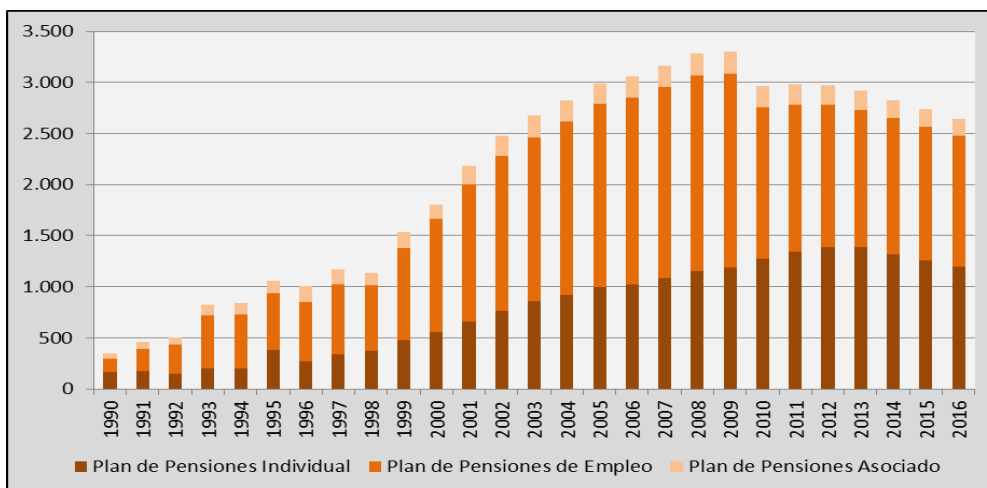
## **2.1 EVOLUCIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL DE FONDOS Y PLANES DE PENSIONES PRIVADOS**

En este apartado, en base a la información ofrecida por la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), voy a reflejar algunos datos acerca de la evolución histórica de los fondos de pensiones y planes de pensiones gestionados por la industria española.

El número de planes de pensiones al final de 2.016 era de 2.647 frente a 2.741 al final del año anterior, lo que supone un descenso de 3,43%. En la Figura 2.2 se muestra

el movimiento del número de planes de pensiones en relación a las diferentes modalidades desde 1.990.

**Figura 2. 2. Evolución del número de Planes de Pensiones 1990-2016**



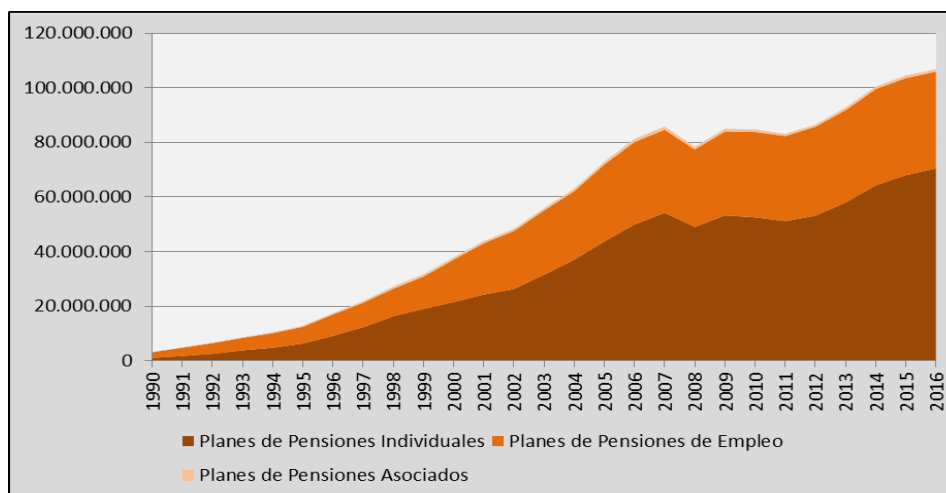
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco.

Como he señalado anteriormente, todos los planes de pensiones deben estar integrados en un fondo de pensiones constituyendo así, un patrimonio que representa el activo total de los planes de pensiones integrados.

En 2.016, el patrimonio gestionado ha aumentado un 2,22% respecto al año anterior constituyendo un total de 106.839 millones de euros como consecuencia de la mejora de los mercados financieros y la economía en general. Atendiendo a la serie histórica, como vemos en la Figura 2.3, el patrimonio de los Fondos de Pensiones crecía considerablemente hasta que, en 2.008, coincidiendo con la crisis económica española, sufrió un fuerte descenso que no se recuperó hasta 2.013.



**Figura 2. 3. Evolución del patrimonio de los Fondos de Pensiones 1990-2016**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco.

Distinguiendo el total de la cuenta de posición de 2.016 (106.839 millones de euros) en las diferentes modalidades de planes de pensiones cabe destacar el incremento de la cuenta de posición de los planes individuales tal y como se refleja en la Tabla 2.1.

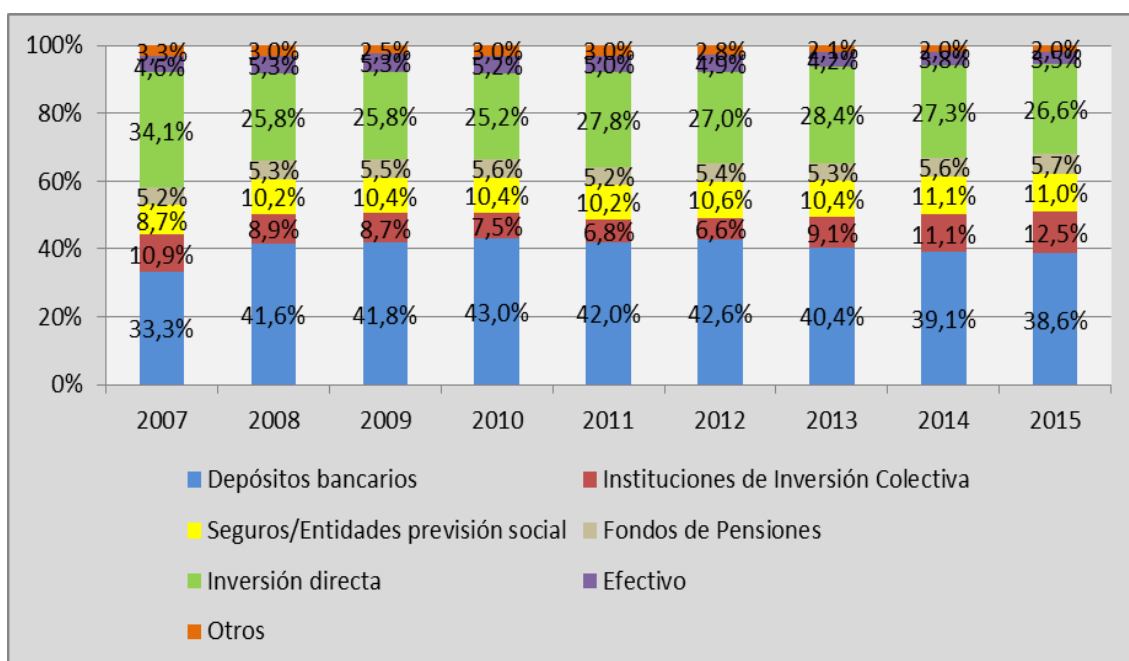
**Tabla 2. 1. Evolución de la cuenta de posición 2015-2016**

MODALIDAD	CUENTA DE POSICIÓN		Tasa de crecimiento
	2015	2016	
Planes individuales	68.011.511	70.487.405	3,64%
Planes de empleo	35.548.451	35.430.886	-0,33%
Planes asociados	958.368	920.628	-3,94%
<b>TOTAL PLANES</b>	<b>104.518.330</b>	<b>106.838.919</b>	<b>2,22%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco.

Este crecimiento puede venir determinado por la distribución del ahorro de las familias que, según el informe de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones “Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones” de 2017, el porcentaje de ahorro que las familias destinan a los planes de pensiones aumenta. En 2015 creció un 0,2% respecto al año anterior tal y como podemos ver en la Figura 2.4.

**Figura 2. 4. Distribución del ahorro de las familias 2007-2015**

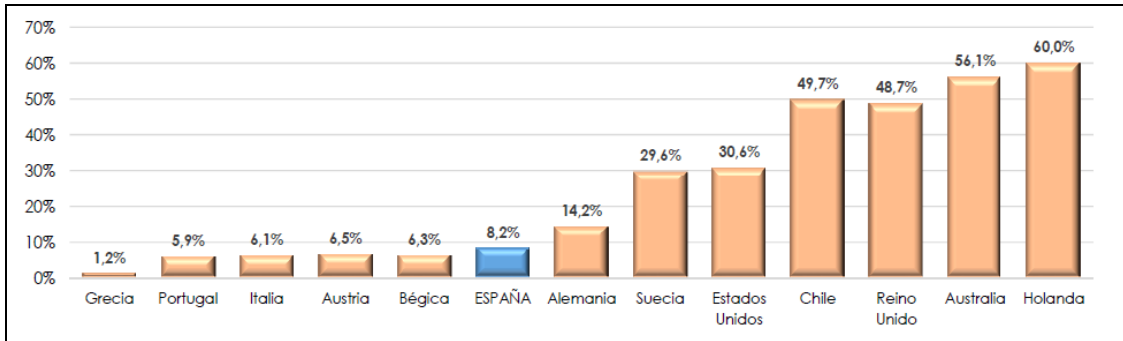


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco.

No obstante, en España, los depósitos bancarios siguen representando un porcentaje del ahorro de las familias muy elevado a pesar del entorno actual de tipos de interés prácticamente nulos.

Atendiendo a la media de Europa en 2015 según el Informe “Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones (2017)” de Inverco, la inversión de los hogares españoles fue muy superior en los depósitos bancarios (42,2% frente a 29,6% de la media europea) y muy inferior en los Fondos de Pensiones y seguros (15,7% frente a 38,3% de la media europea) siendo éstos los activos financieros que mayor porcentaje del ahorro de las familias europeas acumulan aunque con una amplia diversidad entre países. Resulta relevante la posición de España situándose en la cola de los países más avanzados de la zona euro con tan sólo un 8,2% del ahorro en Fondos de Pensiones (véase Figura 2.5).

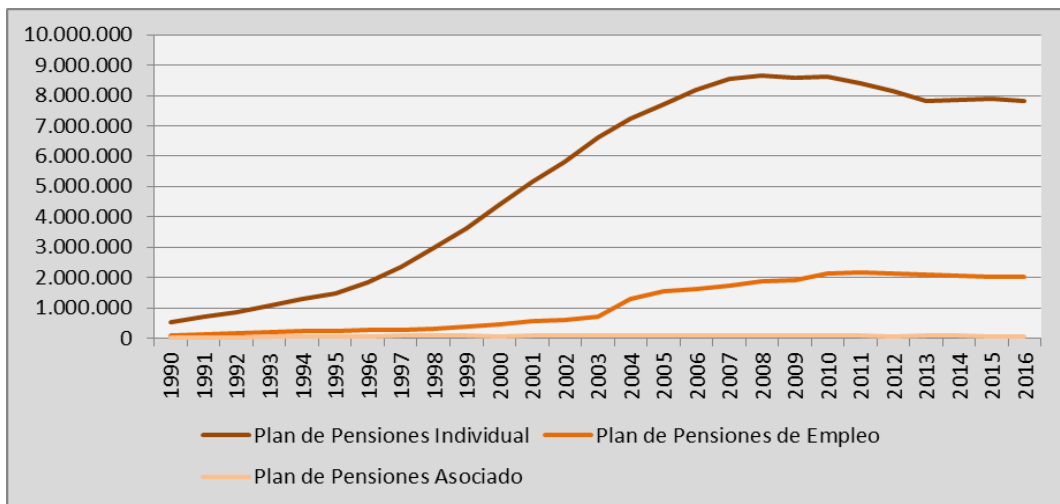
**Figura 2. 5. % de ahorro en Fondos de Pensiones sobre el total de activos financieros en 2015**



Fuente: “Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones 2017” (Inverco).

Respecto al número de inversores, al final de 2.016 había un total de 9.927.289 partícipes siendo un 78,85% perteneciente a planes de pensiones individuales. Cabe señalar que una misma persona puede tener varios planes de pensiones diferentes por lo que estaría computada varias veces.

**Figura 2. 6. Evolución del número de partícipes 1990-2016**

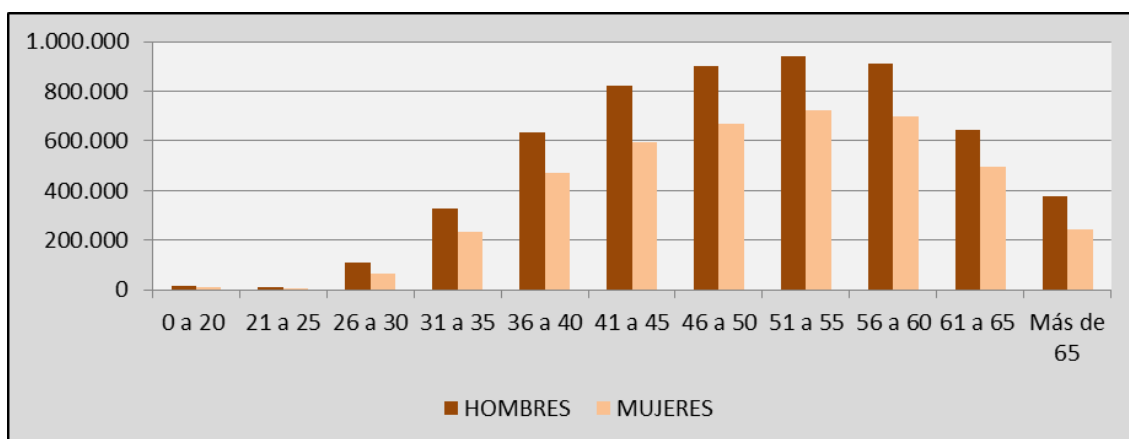


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco.

Considerando el número de habitantes en España en 2.016 (46.468.102 según el Instituto Nacional de Estadística) podemos indicar que el 21,26% de la población, aproximadamente, tiene un plan de pensiones privado si bien el dato está sesgado al alza.

Por otro lado, resulta interesante analizar el número de partícipes en función de la edad y del sexo del individuo. Según el Informe Estadístico de Instrumentos de Previsión Social Complementaria (2015) elaborado por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, el 57,47% del total de inversores de planes de pensiones en 2015 pertenecen a hombres, por tanto, los Planes de Pensiones privados están igualitariamente distribuidos entre hombres y mujeres. En cuanto a la edad, el tramo de edad con mayor número de partícipes es el de 51 a 55 años, momento en que empieza la preocupación por planificar nuestra jubilación, mientras que el tramo que menor concentración acumula es el de los menores de 25 años que no representan ni el 1% del total de inversores puesto que es una etapa de incorporación al mercado de trabajo y los ahorros se destinan a otras prioridades. Por consiguiente, casi el 86% del total de partícipes corresponde a individuos con edad entre 36 y 65 años apreciándose menor presencia de las mujeres en este producto de ahorro en todos los tramos de edad (véase Figura 2.7).

**Figura 2. 7. Distribución de los partícipes por sexo y tramo de edad (2015)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Informe Estadístico de Instrumentos de Previsión Social Complementaria (2015) de la DGSEFP.

## 2.2 PLANES DE PENSIONES DE EMPLEO

Un Plan de Pensiones de Empleo está formado por las contribuciones que la empresa o sociedad realiza a favor de sus empleados y las aportaciones que efectúa el propio empleado a dicho plan. Estos planes, de acuerdo con la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) pueden ser de diferentes modalidades:

- Plan de Pensiones de Aportación Definida: la cuantía de las contribuciones de la empresa y las aportaciones de los partícipes están predeterminadas. Las prestaciones dependerán del importe aportado y del resultado de la cartera del fondo de pensiones.
- Plan de Pensiones de Prestación Definida: la cuantía de las prestaciones a recibir por los beneficiarios está predeterminada.
- Plan de Pensiones Mixtos: el objeto es, simultáneamente o separadamente, la cuantía de las prestaciones y la cuantía de las contribuciones. Esto supone:
  - o Planes en los que, estando predeterminadas las aportaciones, se garantiza una rentabilidad mínima o una prestación determinada.
  - o Planes que combinan simultáneamente la Aportación Definida y la Prestación Definida para diferentes contingencias.

Respecto al tratamiento fiscal, los Planes de Pensiones de Empleo ofrecen una favorable tributación tanto la empresa como para el partícipe. Para la empresa, las contribuciones al Plan de Pensiones suponen un gasto fiscalmente deducible y reducirán la base imponible del Impuesto de Sociedades. Por otro lado, para los partícipes, las aportaciones realizadas reducen la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) tal y como he comentado anteriormente.

### 3. DESCRIPCIÓN DE LA BASE DE DATOS

#### 3.1 EVOLUCIÓN DE LOS PLANES DE PENSIONES DEL SISTEMA DE EMPLEO

En este apartado me voy a centrar en la información referente a la base de datos utilizada para el análisis empírico realizado. Para ello, voy a comenzar hablando sobre la evolución de los planes de pensiones de empleo en los últimos años.

A 31 de diciembre de 2.015 el número de Planes de Pensiones de Empleo inscritos en la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones fue de 1.357 frente a 1.360 el año anterior, un 0,22% menos. En función de las distintas modalidades de los Planes de Pensiones de Empleo, cabe destacar el reducido número de Planes de Pensiones de Empleo de Prestación Definida que existen (Tabla 3.1).

**Tabla 3. 1. Evolución del número de Planes de Pensiones de Empleo según su modalidad 2007-2015**

Modalidad Planes	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Variación 2014/2015
Aportación definida	1.052	1.092	1.083	1.080	1.049	1.022	980	948	948	0,00
Prestación definida	24	20	21	21	18	14	12	13	12	-7,69%
Mixtos	483	441	446	446	434	425	405	400	397	-0,75%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de DGSFP.

En cuanto al número de partícipes, desde 2.011 hay un constante descenso, movimiento contrario al que sufre la cuenta de posición, que desde esa fecha ha ido en aumento (véase Tabla 3.2).

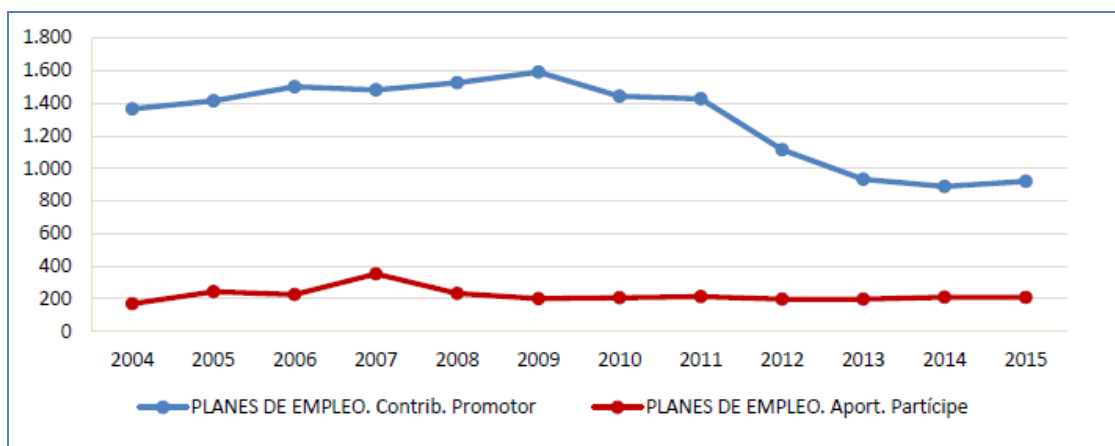
**Tabla 3. 2. Evolución del número de partícipes y cuenta de posición de los Planes de Pensiones de Empleo 2007-2015**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Variación 2014/2015
Partícipes	1.737.717	1.879.346	1.929.237	2.149.334	2.209.388	2.161.483	2.139.292	2.096.733	2.064.892	-1,52%
Cuenta de posición	30.430	28.409	30.784	31.272	31.741	32.947	34.125	35.353	35.672	0,90%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco y DGSFP.

Respecto a las aportaciones a Planes de Pensiones de Empleo, el gráfico siguiente (Figura 3.1) muestra el volumen de aportaciones desde 2004 distinguiendo entre las contribuciones realizadas por el promotor y las aportaciones de los propios partícipes. El dato más relevante es la significativa reducción de las aportaciones realizadas por los promotores en el año 2012. Esto se debe, en buena parte, a la medida tomada por el sector público en el Artículo 2, Apartado Tres del Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre: “Durante el ejercicio 2012, las Administraciones, entidades y sociedades que constituyen el sector público no podrán realizar aportaciones a planes de pensiones de empleo o contratos de seguro colectivos que incluyan la cobertura de la contingencia de jubilación”.

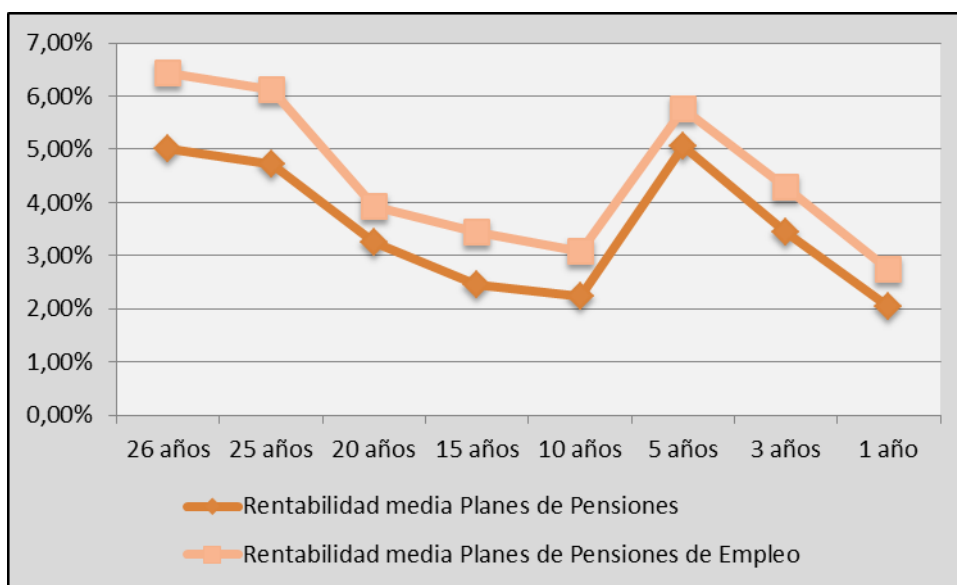
**Figura 3. 1. Evolución de las aportaciones a Planes de Pensiones de Empleo (millones de euros) 2004-2015**



Fuente: Informe Estadístico de Instrumentos de Previsión Social Complementaria 2015 (DGSFP).

Por lo que respecta a la rentabilidad, la rentabilidad media de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo en España ha sido ligeramente superior a la rentabilidad media de todos los Planes de Pensiones independientemente de su categoría tal y como se aprecia en la Figura 3.2.

**Figura 3. 2. Rentabilidad media de los Planes de Pensiones y de los Planes de Pensiones de Empleo**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Inverco.

Los Planes de Pensiones del sistema de empleo pueden ser promovidos tanto desde empresas privadas como desde el sector público como una manera de retribuir a sus empleados. En este TFG se van a analizar los Planes de Pensiones del sistema de Empleo que son promovidos por organismos públicos y más concretamente se van a analizar los planes de pensiones de los empleados públicos de comunidades autónomas, diputaciones y ayuntamientos españoles.

Para ello, es necesario comprender cómo se organiza la Administración Pública en España. La Administración General del Estado es una organización pública constituida para desarrollar e implementar políticas públicas y prestar servicios. Con ese fin, la Constitución reconoce autonomía a las Comunidades Autónomas y la Administración Local. Concretamente, España está organizado en 17 Comunidades Autónomas, 2 ciudades con estatuto de autonomía y 8.125 entidades locales.

En España, la Administración Local tiene autonomía administrativa y financiera y su principal función es prestar servicios esenciales a los ciudadanos. La Administración Local está compuesta por 50 provincias, 43 con Diputación Provincial y 7 fusionadas con la Comunidad Autónoma por sustentar una sola provincia; municipios regidos por los Ayuntamientos; 11 islas administradas por Consejos o Cabildos Insulares; entidades locales más pequeñas e incluidas en los municipios; y entidades



locales superiores al municipio formadas por la asociación de varios municipios como son las Comarcas, Áreas Metropolitanas y Mancomunidades.

### **3.2 ELABORACIÓN DE LA BASE DE DATOS**

Para llevar a cabo el estudio, he elaborado una base de datos con la información necesaria para alcanzar los objetivos propuestos.

En primer lugar, he extraído todos los Planes de Pensiones del sistema de Empleo inscritos en la DGSFP (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) que ofrece Inverco a lo largo de un horizonte temporal de doce años, de 2.004 a 2.016, y toda la información financiera ofrecida de manera trimestral. Así, obtenemos una base de datos formada por el número de registro de los planes de pensiones, el nombre de los planes, el valor de unidad de cuenta, las rentabilidades a 15 años, 10 años, 5 años, 3 años, 1 año, y sus respectivos rankings, el número de partícipes que están depositando parte de sus ahorros en dicho plan de pensiones, el número de beneficiarios, las aportaciones, las prestaciones, las cuentas de posición (es decir, el patrimonio que en cada momento está gestionando dicho plan de pensiones), el nombre del fondo de pensiones al cual pertenece el plan (nótese que cada plan de pensiones tiene que estar asociado a un fondo de pensiones) y, el grupo financiero que lo gestiona.

Una vez recopilada esta información, he sintetizado la base de datos seleccionando los Planes de Pensiones de Empleo promovidos por organismos públicos con su respectiva información, dado que voy a centrar mi estudio en dichos planes. Para ello, he ido analizando el nombre del plan de pensiones y/o fondo de pensiones para determinar si está dirigido o no a empleados de ayuntamientos, comunidades autónomas, etc.

En segundo lugar, he procedido a organizar la información en diferentes hojas de cálculo en función de las distintas variables apoyándome en tablas dinámicas para facilitar el análisis. Por un lado, he creado en una hoja de cálculo una tabla mostrando el valor de unidad de cuenta de cada plan durante nuestro horizonte temporal para posteriormente, calcular la rentabilidad trimestral y; en otra hoja de cálculo, he creado la misma tabla referida al valor de unidad de cuenta de los 31-diciembres, lo cual me ha permitido calcular la rentabilidad anual de dichos productos de ahorro. Por otro lado, he

realizado una tabla con la cuenta de posición (patrimonio gestionado) de cada plan en función del tiempo. Así mismo, he creado una tabla para el número de inversores.

Tras conocer todos los aspectos referentes a la base de datos, podemos proceder al análisis de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo promovidos por organismos públicos.

Para comenzar, voy a presentar estadísticas descriptivas del número de planes de pensiones, del patrimonio gestionado y del número de inversores distinguiendo entre el total de Planes de Pensiones del Sistema de Empleo y los Planes de Pensiones analizados, es decir, los pertenecientes a organismos públicos. En la Tabla 3.3 podemos apreciar el aumento que se produce en la proporción del número de Planes de Pensiones del sector público, patrimonio y número de inversores de los mismos respecto al total de Planes de Pensiones del sistema de Empleo a lo largo de los años. Un porcentaje considerable del total de partícipes de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo pertenecen al sector público, el 27,93% en 2016. Sin embargo, el porcentaje de patrimonio que corresponde a Planes de Pensiones del sector público del total del patrimonio gestionado en los Planes de Pensiones de Empleo es muy reducido, tan sólo un 2,80% en 2016.

**Tabla 3. 3. Estadísticas descriptivas de los Planes de Pensiones de Empleo**

AÑO	Nº Planes Pens. Empleo			Patrimonio (mill. de euros)			Partícipes		
	S. Público	Total	%	S. Público	Total	%	S. Público	Total	%
2004	72	1.699	4,24%	87	25.125	0,35%	51.028	1.282.598	3,98%
2005	92	1.787	5,15%	163	28.194	0,58%	205.840	1.543.715	13,33%
2006	108	1.829	5,90%	251	30.201	0,83%	259.953	1.624.059	16,01%
2007	122	1.868	6,53%	350	30.430	1,15%	294.634	1.737.717	16,96%
2008	128	1.918	6,67%	432	28.409	1,52%	365.724	1.879.346	19,46%
2009	130	1.898	6,85%	558	30.784	1,81%	397.425	1.929.237	20,60%
2010	140	1.484	9,43%	705	31.272	2,25%	597.876	2.149.334	27,82%
2011	141	1.442	9,78%	753	31.170	2,42%	605.425	2.179.167	27,78%
2012	141	1.398	10,09%	789	32.572	2,42%	596.154	2.138.904	27,87%
2013	99	1.350	7,33%	718	33.815	2,12%	454.684	2.086.981	21,79%
2014	133	1.330	10,00%	920	35.262	2,61%	579.955	2.051.514	28,27%
2015	131	1.312	9,98%	955	35.548	2,69%	574.954	2.024.227	28,40%
2016	132	1.287	10,26%	993	35.431	2,80%	568.476	2.035.042	27,93%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Inverco.

Por otro lado, en la Tabla 3.4 voy a distinguir el número de Planes de Pensiones del Sistema de Empleo analizados, el patrimonio gestionado y el número de partícipes

según la Comunidad Autónoma a la que pertenecen dichos planes de pensiones de organismos públicos.

Las comunidades autónomas con mayor número de Planes de Pensiones son Madrid, Cataluña y Andalucía coincidiendo con los núcleos de mayor población del país. Sin embargo, estas comunidades no son las que más patrimonio gestionan, detrás de Cataluña, a la que corresponde un 36,29% del total del patrimonio gestionado por el sector público español, se sitúa Aragón concentrando un 20,52% seguido de la Comunidad Valenciana con un 8,33%. Llama la atención el caso de Aragón pues se gestionan sólo dos Planes de Pensiones del sistema de Empleo vinculados a organismos públicos pero de un tamaño muy elevado a diferencia de otras comunidades que diversifican más su oferta.

**Tabla 3. 4. Estadísticas descriptivas de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público por Comunidad Autónoma**

Comunidad Autónoma	Nº Planes	%	Patrimonio	%	Partícipes	%
GALICIA	13	9,85%	42,44	4,27%	4.269	0,75%
ASTURIAS	2	1,52%	3,60	0,36%	3.241	0,57%
CANTABRIA	8	6,06%	17,11	1,72%	19.814	3,49%
LA RIOJA	1	0,76%	3,91	0,39%	705	0,12%
ARAGON	2	1,52%	203,79	20,52%	26.056	4,58%
CATALUÑA	23	17,42%	360,39	36,29%	226.852	39,91%
CASTILLA Y LEON	8	6,06%	13,96	1,41%	5.793	1,02%
MADRID	15	11,36%	70,24	7,07%	9.007	1,58%
CASTILLA LA MANCHA	8	6,06%	10,29	1,04%	4.722	0,83%
C. VALENCIANA	11	8,33%	84,51	8,51%	128.990	22,69%
EXTREMADURA	1	0,76%	1,97	0,20%	892	0,16%
ANDALUCIA	21	15,91%	65,72	6,62%	13.503	2,38%
MURCIA	12	9,09%	70,05	7,05%	61.379	10,80%
BALEARES	1	0,76%	3,45	0,35%	766	0,13%
CANARIAS	6	4,55%	41,64	4,19%	62.487	10,99%
TOTAL	132		993,07		568.476	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo de Inverco.

Asimismo, con el fin de conocer el porcentaje de población que estaría cubierta con un Plan de Pensiones de Empleo perteneciente al sector público, asociamos el número de partícipes de cada Comunidad Autónoma al número de habitantes según el Instituto Nacional de Estadística y empleados públicos de dicha comunidad según el Boletín Estadístico del Personal al Servicio de las Administraciones Públicas elaborado

por la Dirección General de Gobernanza Pública y Secretaría General de Administración Digital. Haciendo alusión a la duplicidad comentada anteriormente en el cálculo del número de inversores conviene señalar que, en este caso, no pueden existir duplicidades puesto que un individuo trabaja para un organismo público concreto y no puede estar computado varias veces.

Las Comunidades Autónomas con mayor porcentaje de población cubierta por un Plan de Pensiones del sistema de Empleo del sector público son Cantabria, Cataluña, Canarias y, con el mayor porcentaje, Murcia. Asimismo, como es lógico, estas cuatro Comunidades Autónomas son las que mayor porcentaje de empleados públicos han cubierto con un Plan de Pensiones aunque habría que añadir la Comunidad Valenciana y Aragón. Con esto concluimos que las Comunidades Autónomas o bien cubren a la mayoría de empleados públicos o por el contrario, tan sólo cubren a un porcentaje muy reducido de sus empleados públicos.

**Tabla 3. 5. Estadísticas descriptivas del número de partícipes de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo por Comunidad Autónoma**

Comunidad Autónoma	Partícipes	Nº habitantes	% cubierto	Emp públicos	% cubierto
GALICIA	4.269	2.714.084	0,16%	150.487	2,89%
ASTURIAS	3.241	1.037.601	0,31%	58.702	5,54%
CANTABRIA	19.814	581.769	3,52%	32.095	63,88%
LA RIOJA	705	312.641	0,23%	16.551	4,34%
ARAGON	26.056	1.317.465	2,03%	88.488	30,23%
CATALUÑA	226.852	7.412.194	3,10%	302.419	75,96%
CASTILLA Y LEON	5.793	2.445.666	0,24%	163.877	3,62%
MADRID	9.007	6.442.356	0,14%	397.566	2,25%
CASTILLA LA MANCHA	4.722	2.044.853	0,23%	119.405	3,98%
C. VALENCIANA	128.990	4.934.032	2,62%	224.050	57,72%
EXTREMADURA	892	1.082.063	0,08%	88.327	1,03%
ANDALUCIA	13.503	8.411.205	0,16%	478.250	2,81%
MURCIA	61.379	1.469.596	4,24%	80.532	77,28%
BALEARES	766	1.144.396	0,07%	54.576	1,38%
CANARIAS	62.487	2.144.648	2,99%	120.777	53,09%

Fuente: elaboración propia en base a datos del INE y Boletín Estadístico del Personal al Servicio de las Administraciones Públicas.

A continuación, la Tabla 3.6 refleja la rentabilidad media de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, así como la rentabilidad máxima y mínima a lo largo de los años calculada a partir de los valores de unidad de cuenta suministrados por Inverco aplicando la siguiente fórmula:

$$Rent = \frac{VL_t - VL_{t-1}}{VL_{t-1}}$$

Además de ello, en las siguientes columnas, he añadido la rentabilidad media anual del Ibex 35 y del Eurostoxx50 así como la del bono español a 3 y 10 años puesto que no sabemos la vocación inversora de estos Planes de Pensiones, a diferencia de los Planes de Pensiones del sistema Individual que conocemos su vocación inversora (renta fija, renta variable, mixtos, etc.).

En vista de ello, comenzamos analizando la rentabilidad media en el año 2005 puesto que, para calcularla, necesitamos los datos del año anterior y nuestro primer año del periodo temporal analizado es el 2004 ya que es el primer año para el que Inverco suministra datos referentes al sistema de empleo. Del mismo modo, he calculado la rentabilidad media anual del Ibex 35, Eurostoxx 50, bono español a 3 años y del bono español a 10 años a partir de los datos ofrecidos por Investing.

**Tabla 3. 6. Rentabilidad de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, Ibex 35, Eurostoxx 50, bono español a 3 años y bono español a 10 años.**

AÑO	RENT MEDIA	RENT MAX	RENT MIN	IBEX 35	EUROSTOXX	BONO ESP 3	BONO ESP 10
2005	7,14%	24,28%	3,80%	18,20%	21,27%	2,17%	5,44%
2006	5,19%	14,82%	-17,32%	31,79%	15,12%	1,16%	-0,58%
2007	3,00%	5,55%	-0,03%	7,32%	6,79%	3,62%	1,34%
2008	-5,68%	5,15%	-20,44%	-39,43%	-44,28%	8,36%	10,43%
2009	7,81%	19,36%	0,66%	29,84%	22,05%	5,87%	3,81%
2010	0,18%	5,52%	-4,94%	-17,43%	-6,66%	-0,93%	-4,82%
2011	0,80%	3,73%	-4,81%	-13,11%	-17,05%	5,88%	9,50%
2012	6,48%	10,86%	-6,51%	-4,66%	13,79%	6,21%	4,61%
2013	8,48%	16,34%	3,38%	21,42%	17,95%	7,23%	14,65%
2014	6,60%	11,28%	2,80%	3,66%	1,20%	5,20%	23,45%
2015	2,44%	6,82%	0,35%	-7,15%	3,85%	1,55%	1,60%
2016	1,98%	5,45%	-2,32%	-2,01%	0,70%	1,15%	4,76%

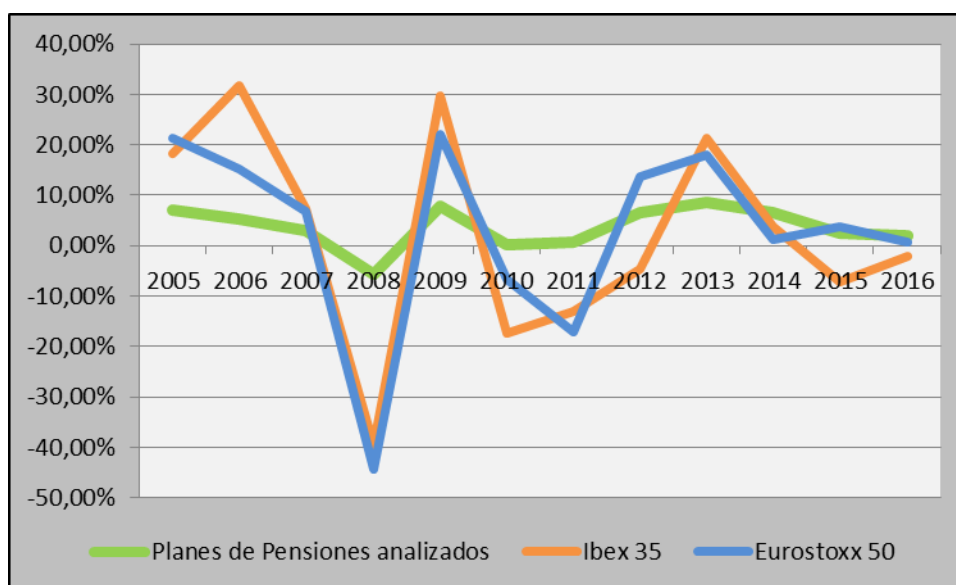
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Inverco e Investing.

Resulta inevitable señalar la rentabilidad negativa obtenida por los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público en el año 2008, consecuencia de la crisis económica acaecida en España, la cual provocó fluctuaciones de los mercados y

continuas caídas en las bolsas internacionales, así como el descenso de aportaciones a los planes de pensiones. No obstante, en 2009 la rentabilidad consiguió remontar alcanzando un 7,81% aunque seguida de una rentabilidad prácticamente nula en 2010 que fue aumentando hasta el 2013. Desde 2013 se está produciendo un descenso de la rentabilidad al mismo tiempo que se está produciendo un descenso de los tipos de interés en España. Como ya he comentado, al no saber la vocación inversora de estos Planes de Pensiones, resultaría normal el descenso de rentabilidad en caso de estar muy expuestos a renta fija.

De esta manera, comparando la rentabilidad media anual de los Planes de Pensiones analizados con la rentabilidad media anual del principal índice bursátil de la bolsa española, Ibex 35, y con la rentabilidad media anual del índice bursátil de referencia de la Eurozona, Eurostoxx 50, en cuanto a renta variable, en la Figura 3.3, podemos deducir que este conjunto de Planes de Pensiones están expuestos a la renta variable y que obtienen una rentabilidad de similar dirección a la del Ibex 35 y Eurostoxx 50 aunque con resultados más moderados, es decir, cuando la rentabilidad del Ibex 35 o Eurostoxx aumenta o disminuye, ésta lo hace en menor medida.

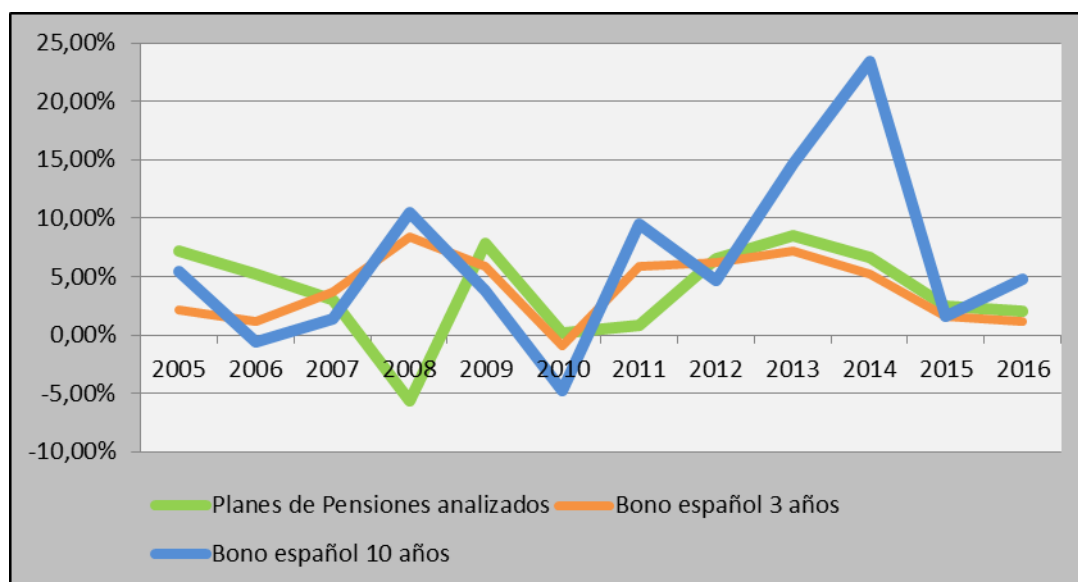
**Figura 3. 3. Rentabilidad media de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, Ibex 35 y Eurostoxx 50 (2005-2016)**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Inverco e Investing.

Del mismo modo, vemos en la Figura 3.4 la rentabilidad media anual de los Planes de Pensiones analizados comparada con la rentabilidad media anual del bono español a 3 y 10 años en cuanto a renta fija sin apreciarse movimientos semejantes.

**Figura 3. 4. Rentabilidad media de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público, bono español a 3 años y bono español a 10 años 2005-2016**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Inverco.

Con motivo de aportar mayor fuerza a los co-movimientos de rentabilidad entre los índices bursátiles y los planes de pensiones del sistema de empleo, he calculado el coeficiente de correlación, el cual nos proporciona la fuerza y dirección lineal entre dos variables cuantitativas. Este coeficiente siempre toma valores comprendidos entre -1 y 1, cuando un valor está próximo a 1 existe una correlación elevada entre las variables y cuando un valor se aproxima a -1 la relación entre las variables es inversa.

La correlación que presenta el conjunto de Planes de Pensiones analizados con el Ibex 35 y el Eurostoxx 50, es de 0,862 y 0,930, respectivamente. Por consiguiente, observamos que la correlación de los Planes de Pensiones analizados es muy positiva con el Ibex 35 y con el Eurostoxx 50. De este modo, corroboramos que este conjunto de Planes de Pensiones está expuesto a la renta variable aunque probablemente con un porcentaje destinado a la renta fija de manera que, reduce el riesgo suavizando las fuertes caídas aunque también los altos rendimientos.

#### **4. PERSISTENCIA EN RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES DEL SISTEMA DE EMPLEO DEL SECTOR PÚBLICO**

Una vez determinadas las características de nuestra base de datos así como su evolución en el tiempo y obtenidas las rentabilidades anuales vamos a proceder al análisis de la persistencia en rentabilidad de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público.

La persistencia en rentabilidad viene a determinar si los fondos que mejor se comportan un año mantienen su buen comportamiento en el año siguiente. Muchos estudios muestran evidencia de persistencia en periodos cortos pero menos evidencia en periodos de largo plazo como el realizado por Andreu *et al.* (2007).

Así pues, vamos a analizar el comportamiento de los rendimientos de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público a lo largo de nuestro horizonte temporal partiendo de las rentabilidades calculadas a partir del valor de unidad de cuenta de Inverco como ya he comentado anteriormente.

##### **4.1 METODOLOGÍA**

Para el análisis de este fenómeno se utilizó un enfoque no paramétrico basado en la utilización de tablas de contingencia de doble entrada. Esta técnica compara los rankings de eficiencia correspondientes a dos periodos de tiempo consecutivos distinguiendo en cada periodo entre “ganadores” y “perdedores”.

Para determinar si un plan de pensiones se considera *ganador* o *perdedor* en un periodo utilizamos la mediana de ese periodo como valor de referencia ya que representa el valor central del conjunto de datos. De esta manera, el Plan de Pensiones que supere o iguale a la mediana será considerado como *ganador* y el que sea inferior a ese valor será considerado como *perdedor*.

Una vez caracterizados los Planes de Pensiones en *ganadores* (*perdedores*) para cada uno de los años procederemos a comprobar si los que han sido *ganadores* (*perdedores*) en un año han seguido como *ganadores* (*perdedores*) en el siguiente año o han pasado a considerarse *perdedores* (*ganadores*). Para ello, comparamos la rentabilidad de los Planes de Pensiones de dos periodos consecutivos, empezando con



2005-2006, siguiendo con 2006-2007 y así hasta 2015-2016 diferenciando así cuatro grupos:

- GG: Planes de Pensiones que han obtenido una rentabilidad igual o superior a la mediana en el año t y han mantenido la rentabilidad igual o superior a la mediana en el año t+1.
- GP: Planes de Pensiones que han obtenido una rentabilidad igual o superior a la mediana en el año t pero que en el año t+1 la rentabilidad obtenida es inferior a la mediana.
- PG: Planes de Pensiones que han obtenido una rentabilidad inferior a la mediana en el año t pero en el año t+1 han conseguido igualar o superar a la mediana.
- PP: Planes de Pensiones que han obtenido una rentabilidad inferior a la mediana en el año t y han seguido sin igualar o superar a la mediana en el año t+1.

Con el fin de determinar la fuerza de este fenómeno de persistencia, nos apoyamos en tres estadísticos diferentes:

- El Z-test aplicado por Malkiel (1995)

$$Z = \frac{(Y - np)}{\sqrt{np(1-p)}} \quad Z \approx N(0, 1)$$

donde:

Z representa el estadístico, el cual sigue una distribución normal de media cero y desviación típica uno.

Y indica el número de planes ganadores en los dos periodos consecutivos.

n es el número de planes ganadores en el primer periodo.

p es la probabilidad de que un plan ganador repita como tal en el siguiente periodo. Malkiel asigna a p un valor 0,5 asumiendo neutralidad en cuanto a persistencia.

- El Ratio de Disparidad (RD) aplicado por Brown y Goetzmann (1995)

$$RD = \frac{GG * PP}{GP * PG}$$

Ratio del que se obtiene el estadístico Z:

$$Z = \frac{\ln(RD)}{\sigma_{\ln(RD)}} \quad Z \approx N(0, 1)$$

donde:

$$\sigma_{\ln(RD)} = \sqrt{\frac{1}{GG} + \frac{1}{GP} + \frac{1}{PG} + \frac{1}{PP}}$$

- La  $\chi^2$  aplicada por Kahn y Rudd (1995)

$$\chi^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}} \quad \chi^2 \approx \chi^2_1$$

donde:

$O_{ij}$  es la frecuencia observada de la fila  $i$ -ésima y en la columna  $j$ -ésima.

$E_{ij}$  es la frecuencia esperada de la fila  $i$ -ésima y en la columna  $j$ -ésima.

Al utilizar una tabla 2x2, esta distribución presenta un grado de libertad y, a priori, las cuatro frecuencias esperadas serán equiprobables, es decir, el número total de planes dividido por 4. Por tanto, simplificamos la ecuación de la siguiente manera:

$$\chi^2 = \frac{(GG - \frac{N}{4})^2}{N/4} + \frac{(GP - \frac{N}{4})^2}{N/4} + \frac{(PG - \frac{N}{4})^2}{N/4} + \frac{(PP - \frac{N}{4})^2}{N/4}$$

## 4.2 RESULTADOS EMPÍRICOS

En este apartado, vamos a analizar los resultados obtenidos del análisis del fenómeno de persistencia en rentabilidad.

Comienzo explicando la Tabla 4.1 que muestra los datos necesarios para comprobar la existencia o no de la persistencia. La primera columna hace referencia al periodo temporal analizado, las cuatro columnas siguientes indican el número de planes correspondientes a cada grupo explicado anteriormente en cada periodo y las últimas tres columnas ponen de manifiesto el valor obtenido por cada uno de los test utilizados para contrastar la existencia o no de persistencia en la rentabilidad de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público.

**Tabla 4. 1. Persistencia en rentabilidad de los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público en España.**

	GG	GP	PG	PP	Malkiel Z-test	B&G Z-test	K&R $\chi^2$ -test
2005-2006	23	12	12	22	1,859	2,486*	6,420*
2006-2007	24	21	21	23	0,447	0,529	0,303
2007-2008	35	19	19	34	2,177*	2,952*	9,000*
2008-2009	18	42	42	17	-3,098*	-4,352*	20,193*
2009-2010	28	34	34	28	-0,762	-1,076	1,161
2010-2011	33	30	30	32	0,378	0,446	0,216
2011-2012	36	30	30	36	0,739	1,043	1,091
2012-2013	22	25	25	22	-0,438	-0,618	0,383
2013-2014	27	24	24	26	0,420	0,496	0,267
2014-2015	33	18	18	32	2,100*	2,843*	8,347*
2015-2016	37	29	29	37	0,985	1,389	1,939

\*Persistencia estadísticamente significativa al 5%

Fuente: elaboración propia.

Una vez expuesta la tabla voy a explicar los posibles valores de Z para interpretar los resultados. Un valor positivo y estadísticamente significativo de Z nos indica la existencia de persistencia en rentabilidad mientras que un valor negativo y estadísticamente significativo de Z nos señala una tendencia contraria. De esta manera, obtenemos persistencia en rentabilidad estadísticamente significativa al 5% en el periodo 2005-2006 con el test de Brown y Goetzmann y con el test de Kahn y Rudd y en los periodos 2007-2008 y 2014-2015 con los tres test aplicados. Asimismo, en el periodo 2008-2009 obtenemos una tendencia contraria de un año respecto al año consecutivo.

Destacamos que la no persistencia del periodo 2008-2009 coincide con la crisis financiera de 2008 provocada por el colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos ocasionando caídas históricas en las bolsas mundiales y bajadas de tipos de interés a causa de la política monetaria llevada a cabo por los bancos centrales. De ahí que los periodos de no persistencia en rentabilidad se identifican con periodos de inestabilidad en los mercados financieros.

## 5. CONCLUSIONES

Este trabajo manifiesta la importancia que tienen los Plan de Pensiones privados dado que el Sistema Público de Pensiones español no es sostenible en el tiempo por la actual evolución demográfica de la población española, la situación del mercado laboral y el incremento en las prestaciones además de los déficits de las cuentas de la Seguridad Social acaecidos con la crisis económica.

Por consiguiente, el TFG analiza la evolución del sistema privado de pensiones analizando su evolución en el tiempo de la que podemos concluir que tanto el número de Planes de Pensiones privados como el patrimonio gestionado como el número de inversores aumentan considerablemente en los últimos años. No obstante, hemos podido apreciar que el tramo de edad con mayor número de partícipes es de 51 a 55 años resaltando que conviene planificar la jubilación cuanto antes.

En vista de que nuestro análisis empírico estaba basado en los Planes de Pensiones del sistema de Empleo del sector público este TFG analiza la evolución de los mismos destacando que la rentabilidad de los Planes de Pensiones de Empleo es superior a la del total de Planes Pensiones. También hemos observado que hay una gran diferencia entre Comunidades Autónomas, unas optan por retribuir a sus empleados con un Plan de Pensiones privado y otras, por el contrario, sólo cubren una mínima proporción de los empleados públicos con un Plan de Pensiones de Empleo. Acerca de la rentabilidad de este conjunto de Planes de Pensiones se intenta averiguar la vocación inversora de éstos ya que, a diferencia de los Planes de Pensiones Individuales, no es conocida llegando a la conclusión de que están expuestos a la renta variable con una correlación muy elevada con el índice de referencia europeo pero con un porcentaje destinado a la renta fija.

Finalmente, el TFG analiza el fenómeno de persistencia en rentabilidad de estos Planes de Pensiones llegando a deducir que la persistencia en rentabilidad existe en periodos de crecimiento económico. En las etapas en las que los mercados financieros no son favorables falta persistencia en rentabilidad. En definitiva, este fenómeno viene determinado por las habilidades en la gestión de carteras, *Market Timing* y *Stock Picking*, es decir, la capacidad del gestor para variar los porcentajes invertidos en los diferentes tipos de activos y títulos anticipándose a la evolución futura del mercado y, finalmente, señalar que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

## **BIBLIOGRAFIA**

### **REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS**

Andreu, L., Ferruz, L., Sarto, J. L., y Vicente, L. (2007). Análisis de la persistencia en rentabilidad de los FIAMM y de los determinantes de sus comisiones. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 36(136), 689-706.

Andreu, L., Ferruz, L., Sarto, J. L., y Vicente, L. (2008). ¿Tiene la rentabilidad histórica incidencia en los flujos de inversión de los planes de pensiones españoles?. *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, 17(4), 55-62.

Ferruz, L., y Vargas, M. (2003). La persistencia en la performance de los fondos de inversión de renta fija en España (1994-2002). *Boletín ICE Económico: Información Comercial Española*, (2789), 9-15.

Dirección General de Gobernanza Pública y Secretaría General de Administración Digital (2016). *Boletín Estadístico del Personal al Servicio de las Administraciones Públicas*.

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2015). *Informe 2015 Seguros y Fondos de Pensiones*.

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2015). *Informe Estadístico de Instrumentos de Previsión Social Complementaria*.

Inverco. Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (2009). *Spanish Pension Funds System*.

Inverco. Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (2012). *Características generales de los planes y fondos de pensiones*.

Inverco. Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (2017). *Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones*.

### **ORGANISMOS OFICIALES**

*Boletín Oficial del Estado (BOE)* (2011). Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social.

*Boletín Oficial del Estado (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.

*Boletín Oficial del Estado (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.

*Boletín Oficial del Estado (BOE) (2014)*. Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias.

*Boletín Oficial del Estado (BOE) (2011)*. Real Decreto-ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público.

*Constitución Española (1978)*. Artículo 50

*Instituto Nacional de Estadística (INE) (2016)*. Proyecciones de Población 2016-2066

*Instituto Nacional de Estadística (INE) (2017)*. Encuesta de Población Activa (EPA)

## **PÁGINAS WEB**

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO): [www.inverco.es](http://www.inverco.es)

Bolsamania: [www.bolsamania.com](http://www.bolsamania.com)

Gobierno de España: <https://administracion.gob.es>

Instituto Nacional de Estadística (INE): [www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=2915](http://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=2915)

Investing: <https://es.investing.com>

Ministerio de Empleo y Seguridad Social: [www.empleo.gob.es/index.htm](http://www.empleo.gob.es/index.htm)

Pensumo: <https://pensionporconsumo.es>

## ANEXO I. Cambios en la tributación y la liquidez de los Planes de Pensiones.

	LEY 35/2006, de 28 de noviembre		LEY 26/2014, de 27 de noviembre
<b>APORTACIONES</b>	<u>Menores de 50 años</u>	La menor de: - 10.000 euros - 30% de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas	La menor de:  - 8.000 euros - 30% de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas
	<u>Mayores de 50 años</u>	La menor de: - 12.500 euros - 50% de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas	
<b>LIQUIDEZ</b>	Jubilación Fallecimiento Dependencia Invalidez Paro de larga duración Enfermedad grave		Jubilación Fallecimiento Dependencia Invalidez Paro de larga duración Enfermedad grave Liquidez a partir del 10º año
<b>RESCATE</b>	Tributación en la base general como rendimientos del trabajo  Las aportaciones anteriores a 31/12/2006 que se rescaten en forma de capital podrán aplicar una reducción fiscal del 40%		Tributación en la base general como rendimientos del trabajo  La aplicación a la reducción fiscal del 40% queda sujeta a un calendario



Año acaecimiento contingencia	Plazo máximo para cobro con reducción 40%
2010 o anteriores	31 de diciembre de 2018
2011	31 de diciembre de 2019
2012	31 de diciembre de 2020
2013	31 de diciembre de 2021
2014	31 de diciembre de 2022
2015 o posteriores	31 de diciembre + 2 años

Fuente: Elaboración propia a partir de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre y de la Ley 26/2014, de 27 de noviembre.



**ANEXO II. Cambios en los tipos a aplicar en el IRPF según la base imponible.**

BASE IMPONIBLE		TIPO A APLICAR
Desde	Hasta	2014
0	12.450	24,75%
12.450	33.007	30%
33.007	53.407	40%
53.407	120.000	47%
120.000	175.000	49%
175.000	300.000	51%
Más de 300.000		52%

BASE IMPONIBLE		TIPO A APLICAR	
Desde	Hasta	2015	2016
0	12.450	20%	19%
12.450	20.200	25%	24%
20.200	35.200	31%	30%
35.200	60.000	39%	37%
Más de 60.000		47%	45%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Boletín Oficial del Estado.

### ANEXO III. Listado de Planes de Pensiones del Sistema de Empleo analizados.

Nº Registro	Nombre de los Planes	Nombre Fondo	Grupo Financiero
704	CORTES ARAGON	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
740	TRABAJAD.AJUNT.PREMIA	PENSIONS CAIXA 3	LA CAIXA
754	AYTO. ALMUN.DIGODINA	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
756	AYUNT. CONSTANTINA	RGA 3	CAJA RURAL
766	AYTO. FUENLABRADA	BBVA EMPLEO DIEZ	B.B.V.A.
774	AYTO. DE PEÑAFLORES	PENSIONS CAIXA 25	MAPFRE
837	AYTO. DE PALENCIA	PENSION FONDO BANESTO	S.C.H.
852	AYTO.TRES CANTOS	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
853	AYTO. DE TORREJON	SANTANDER AHORRO 16	SANTANDER
870	AYTO.NAQUERA	BANCAJAFON	AVIVA
874	AYTO. MARTOS	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
894	AYTO.DE ONDA	BANCAJAFON	AVIVA
896	AYTO. ALCALA DE HENARES	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
907	EXCMO.AYTO.DE PALAMOS	PENSIONS CAIXA 77	VIDACAIXA GRUPO
966	PROM.CONJ.DIP.CUENCA	PENSION FONDO BANESTO	S.C.H.
978	AYTO.S.VICENTE DE RASPEIG	SANTANDER AHORRO 15	SANTANDER
988	AYTO. CASTELLAR VALLES	PENSIONS CAIXA 41	LA CAIXA
1004	PAT.CULT.AYTO.FUENLAB.	BBVA EMPLEO DIEZ	B.B.V.A.
1124	AYTO. NAVALCARNERO	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
1247	AJUNTAMENT PALAFURGELL	PENSIONS CAIXA 22	LA CAIXA
1338	AYTO.COLLADO VILLALBA	BBVA EMPLEO 5	B.B.V.A.
1355	O.TRIB.AYTO. FUENLABRA.	BBVA EMPLEO DIEZ	B.B.V.A.
1373	AYTO.ALHAMA MURCIA	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
1406	AYTO. CARTAGENA	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
1425	FONDO 30 (I)	DIP.PROV. DE SEVILLA	B.B.V.A.
1492	FONDO 30 (II)	DIP.PROV. DE SEVILLA	B.B.V.A.
1535	AYTO.S.PEDRO DEL PINATAR	FONDO VALENCIA II	AVIVA
1602	AYTO. CAMARGO	BBVA ADHESION	B.B.V.A.
1614	FONDO 30 (IV)	DIP.PROV. DE SEVILLA	B.B.V.A.
1687	AYTO. DE CALASPARRA	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
1708	AYTO.PICASSENT	FONDO VALENCIA II	AVIVA
1715	AYTO.LA ROCA DEL VALLES	BBVA COLECTIVOS DOS	B.B.V.A.
1721	AYTO.TORRES DE COTILLAS	SCH AHORRO 16	S.C.H.
1954	AYTO. CARBONERAS	RGA 7	CAJA RURAL
1989	AYTO. SAN JAVIER	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
1991	AYTO. DE MULA	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
2288	FONDO 28 GPEMP.	DIP.PROV. DE SEVILLA	B.B.V.A.
2300	AYTO. CASTRO URDIALES	FONDO CAJA CANTABRIA	GRUPO CASER
2330	AYTO.S.BARTOLOME TIR.	BBVA EMPLEO DOS	B.B.V.A.
2366	FONDO 30 (V)	DIP.PROV. DE SEVILLA	B.B.V.A.
2375	AYTO. HUERCAL OVERA	RURALCAMPO, FP	CAJA RURAL
2410	AYTO.FOIOS	PENSIOVAL III	AVIVA
2426	AYTO. LUGO PP	CAIXA GALICIA III	CAIXA GALICIA
2474	FONDO 30 (VI)	DIP.PROV. DE SEVILLA	B.B.V.A.
2505	AYTO. PUERTO ROSARIO	ESTRELLA FP	LA ESTRELLA
2505	AYTO.PUERTO DEL ROSARIO	GENERALI EMPLEO UNO	GENERALI
2613	EXLMA.DIPUT.PROV.OUR.	CAIXANOVA I F.P.	GRUPO CASER
2644	AYTO. DE BEJAR	FONDUEO ENTIDADES	GRUPO CAJA DUERO
2677	DGA AD.LO.ENT.INS.CAA	EMPL.PUB.C.A.ARAGON	IBERCAJA
2679	AYTO.DE VALDEMORO	MAPENS F1	MAPFRE
2680	AJUNTAMENT HOSPITALET	PENSIONS CAIXA 116	VIDACAIXA GRUPO
2683	TRAB.AYTO. ALJARAQUE	UNIFONDO PENSIONES II	AVIVA
2743	EMPL.AYTO. A CORUÑA	FONGALICIA IV	CAIXA GALICIA
2743	EMPL.AYTO. A CORUÑA	FONGALICIA IV	GRUPO CASER
2746	CONCELLO DE CULLEREDO EMP	CAIXA GALICIA II	CAIXA GALICIA

2750	AYTO. PUERTA DE SEGURA	MAPENS F1	MAPFRE
2762	EMPLE. AYTO. SALOU	PENSIONS CAIXA 34	LA CAIXA
2762	EMPLE. AYTO. SALOU	COLECTIVOS TARRAGONA	GRUPO SKANDIA
2784	PARLAMENTO GALICIA EMPL.	CAIXA GALICIA II	CAIXA GALICIA
2790	EXMA.DIP.PROV.GRANADA	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
2794	AYTO.ALCOBENDAS Y PATRON.	PENSIONS CAIXA 97	VIDACAIXA GRUPO
2815	DIPUTACION PONTEVEDRA	CAIXANOVA I F.P.	GRUPO CASER
2859	AYTO. DE ROQUETAS	VITALICIO GEST. TRES	BANCO VITALICIO
2912	EXCMO. AYTO. ALMERIA	FUTURMONTE. F.P.	GRUPO CASER
2941	AYTO. DE PARLA	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
3000	AYTO. DE LOGROÑO	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
3000	AYTO. LOGROÑO	IBERCAJA COLECTIVOS	IBERCAJA
3070	AYTO. CAST. LOCUBIN	UNIFONDO PENSIONES II	UNICAJA
3098	AYTO. S. ANDREU BARCA	CAIXA CATALUN. VIII	CAJA CATALUÑA
3102	AYTO. LEPE	FUTURMONTE, F.P.	GRUPO CASER
3105	PPSO DIPUTACIO BARCELONA	PENSIONS CAIXA 116	VIDACAIXA GRUPO
3115	DIPUTACIO DE GIRONA	PENSIONS CAIXA 3	SEGURCAIXA HOLDING
3117	EXCMA.D.PRO.A CORUÑA	CAIXA GALICIA VII	CAIXA GALICIA
3123	AYTO. LORQUI	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
3144	ORG.AUTO.AYTO.CARTAGENA	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
3145	AYTO. CAMBRILS	PENSIONS CAIXA 41	LA CAIXA
3146	PP AYTO. CUENCA	PENSIONS CAIXA 41	LA CAIXA
3266	AYTO. MURCIA	CAJAMURCIA III	GRUPO CASER
3267	AYTO. SANTOMERA	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
3284	FUNCION PARLAM.CANTABRIA	BBVA EMPLEO 5	B.B.V.A.
3287	CABILDO DE TENERIFE	FONDANARIAS EMPLEO	GRUPO CASER
3314	ADM. LOCAL DE LUGO	CAIXA GALICIA VIII	CAIXA GALICIA
3324	AYTO. DE SORIA	FONDUEO ENTIDADES	GRUPO CAJA DUERO
3375	AJ. SANT JUST DESVERN	PENSIONS CAIXA 41	LA CAIXA
3480	ENT.LOC.PRINC.ASTURIAS	ENT.LOC.PRINC.ASTURIAS	GRUPO CASER
3481	AYTO. GRANOLLERS	BBVA COLECTIVOS DOS	B.B.V.A.
3499	AYTO. DE HELLIN	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
3500	AYTO. DE CAMBRE	CAIXANOVA I F.P.	GRUPO CASER
3510	P.P. AYTO. MIJAS	BBVA EMPLEO 5	B.B.V.A.
3520	AYTO.DE CADIZ	PENSIONS CAIXA 70	CAIXABANK
3521	AYTO. GAVA	PENSIONS CAIXA 70	LA CAIXA
3522	EM.CONSELL COM.AMPORDA	PENSIONS CAIXA 70	CAJA MADRID
3537	EM.AJUNT.DE GALONGE	PENSIONS CAIXA 70	LA CAIXA
3572	AYTO.ALICANTE Y ORG.DEPEN.	SANTANDER AHORRO 15	SANTANDER
3577	AYTO. BURGOS	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
3616	AYTO. DE VIC	CAIXA CATALUN. VIII	CAJA CATALUÑA
3616	AYTO.VIC Y SUS ORGAN.	CAIXA CATALUN. VIII	CAJA CATALUÑA
3622	C.CANTAB.AYTO.	FONDO CAJA CANTABRIA	GRUPO CASER
3625	AYTO. RIVEIRO	CAIXANOVA I F.P.	GRUPO CASER
3631	CONSELL INSUL.EIVISSA	PENSIONS CAIXA 70	SEGURCAIXA HOLDING
3631	CONSELL INSULAR	PENSIONS CAIXA 70	LA CAIXA
3673	EM.AD.L.PR.GUADALAJARA	IBERCAJA COLECTIVOS 5	IBERCAJA
3700	AYTO.SAN SEB.DE LOS REYES	BBVA EMPLEO 5	B.B.V.A.
3719	CABILDO INS. EL HIERRO	SANTANDER AHORRO 16	SANTANDER
3760	ADM. PUBLICA MURCIA	CAJA MURCIA VII	GRUPO CASER
3764	AYTO. LALIN	CAIXANOVA I F.P.	GRUPO CASER
3775	EMPL.CONCELLO ARTEIXO	CAIXA GALICIA III	CAIXA GALICIA
3776	PPPC GENERALITAT	PENSIONS CAIXA 70	LA CAIXA
3779	AYTO. SANTANDER	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
3784	DIPUTACION PROV.SORIA	FONDPOSTAL PENS. V	B.B.V.A.
3791	AYTO. DE GRANADA	BARCLAYS P.COLECTIVO 15	BARCLAYS BANK

3800	DIPUTACION DE VALENCIA	BBVA EMPLEO 5	B.B.V.A.
3804	C.CONSU.PRIN.ASTURIAS	FCAH-09	GRUPO CASER
3828	GOBIERNO DE CANTABRIA	SCH AHORRO 40	SANTANDER
3846	AYTO. DE ASTILLERO	FONDO CAJA CANTABRIA	GRUPO CASER
3920	PONTEVEDRA Y ORG.AUTONOMO	CAIXANOVA I F.P.	GRUPO CASER
3921	AYTO.COLOM.	CAIXA CATALUN. VIII	CAJA CATALUÑA
3939	AYTO. DE COSLADA	PENSIONS CAIXA 70	LA CAIXA
3945	AYTO. DE TORRELAVEGA	FONDO CAJA CANTABRIA	GRUPO CASER
3947	AYTO.PALMAS G.CANARIA	FONDPOSTAL PENS. V	B.B.V.A.
3948	AYTO. SALAMANCA	FONDUERO ENTIDADES	GRUPO CAJA DUERO
3949	AYTO. VILLANUE.PARDILLO	MAPENS F1	MAPFRE
3952	AYTO.BADALONA	CAIXA CATALUN. VIII	CAJA CATALUÑA
3967	AYTO. VICAR	NATIONALE-NEDERL.EMPL.	ING GROUP
3968	AYTO.DE TOLEDO	FONDO EMPLEO 2	MAPFRE
3969	AYTO.DE PUERTOLLANO	FONDO EMPLEO 2	MAPFRE
3975	AYTO. VILA-SECA	PENSIONS CAIXA 70	LA CAIXA
3977	G.DP.PR.CASTELLON O.A.	PENSIOVAL III	BANCAJA
3978	AYTO. SUECA	PENSIOVAL III	BANCAJA
3979	AYTO. ABARAN	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
3993	AYTO. DE ALGEMESI	PENSIOVAL III	BANKIA
4010	EXCMA.DIP.PR.BADAJOS	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
4012	AYTO.DE TOMELLOSO	FONDO EMPLEO 2	MAPFRE
4015	AYTO.DE SANTOÑA	FONDO CAJA CANTABRIA	GRUPO CASER
4019	DIPUT.PROV.DE CORDOBA	FONDPOSTAL PENS. IV	B.B.V.A.
4025	EXCMA.DIPUTACION LEON	FUTURESPAÑA EMPLEO II	AVIVA
4101	BARCLAYS PR.CONJ.AD.PUB.	BARCLAYS P.COLECTIVO 25	BARCLAYS BANK
4102	AYTO.S.C.BEZAN.	FONDO CAJA CANTABRIA	GRUPO CASER
4115	DIPUTACION LLEIDA	PENSIONS CAIXA 72	LA CAIXA
4117	AYTO. DE BURJASSOT	BBVA EMPLEO 5	B.B.V.A.
4119	AYTO. DE BENICARLO	BBVA EMPLEO 5	B.B.V.A.
4139	AYTO.DE ALAM.	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
4146	AYTO. DE BOCAIRE	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
4156	AYTO. DE PINTO	PENSIONS CAIXA 71	VIDACAIXA GRUPO
4157	AYTO.DE CIEZ.	CAJA MURCIA II	GRUPO CASER
4181	AYTO. DE TELDE	FONDPOSTAL PENS. V	B.B.V.A.
4189	AYTO. LLEIDA	PENSIONS CAIXA 72	SEGURCAIXA HOLDING
4195	AYTO.POZUELO Y	FONDPOSTAL PENS. IV	B.B.V.A.
4246	DIP.PROV.DE CADIZ	FUTURMONTE. F.P.	GRUPO CASER
4253	AD.PUB.COM.AUT.CANARIAS	EMPL.PUBL.COM.AUT.CANARI	GRUPO CASER
4268	DIPUTACION DE MALAGA	UNIFONDO PENSIONES XV	AVIVA
4307	AYTO. DE VALENCIA	PENSIOVAL III	BANCAJA
4323	AYTO. GUADALIX DE LA SIER	AHORROMADRID 2000	CAJA MADRID
4326	OR.AUT.Y EMPR.DIP.CADIZ	CAJASOL INSTITUCIO.1	GRUPO CASER
4345	EMPL.GENERALIT.VALENCIA	PENSIOVAL VII	AVIVA
4386	AYTO.DE RONDA	UNIFONDO PENSIONES XV	AVIVA
4445	AYTO. DE AVILA	AHORROPENSION DOS	GRUPO CASER
4479	AYTO. DE MARBELLA	BBVA PENSIONES IV	B.B.V.A.
4487	AYTO. DE LORA DEL RIO	UNIFONDO VIII	AVIVA
4494	DIPUT.PROVINC.VALLADOLID	BBVA PENSIONES IV	B.B.V.A.
4621	AYTO.ALCAZAR DE SAN JUAN	SANTANDER AHORRO 15	SANTANDER
4756	AYTO.SAN ROQUE	FGP-02	GRUPO CASER
1.000.000	DIPUTACION TARRAGONA	WINTERTHUR III	WINTERTHUR PENSIONES

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Inverco.