



Luiz Felix, PhD

Director Global de Asignación de Activos Santander Asset Management

Inversión basada en objetivos: La jubilación como objetivo financiero

Carteras al servicio de los objetivos del cliente

Introducción

Este artículo forma parte de una serie que analiza cómo los modelos de inversión orientados a objetivos de Santander Asset Management (SAM) se aplican en el diseño y la implementación de nuestras soluciones. Cada entrega se centra en una dimensión concreta de nuestro proceso y muestra cómo los objetivos de inversión y las preferencias de cada cliente se integran para dar lugar a una construcción de carteras robusta. En este documento presentamos nuestro enfoque de inversión basada en objetivos (*Goals-Based Investing*, GBI) y explicamos en qué se diferencia de los enfoques tradicionales, centrados principalmente en métricas de riesgo y rentabilidad. El planteamiento es sencillo: se busca alinear la composición de la cartera con los objetivos financieros del cliente, usando la probabilidad de consecución de dichos objetivos como una métrica que nos permita cuantificar el progreso hacia ellos, y actualizar el plan según la evolución de los mercados y de las circunstancias del inversor. En el marco de la inversión basada en objetivos, el “riesgo” deja de entenderse únicamente como la volatilidad de la cartera y pasa a definirse como la probabilidad de no alcanzar un objetivo financiero en las condiciones previstas. En esta entrega aplicamos este enfoque de forma práctica: definimos planes de inversión vinculados a un objetivo (en este caso, la jubilación) y diseñamos carteras alineadas con este objetivo, usando principios consolidados de construcción de carteras y manteniendo el foco en los resultados para el cliente y no en la mera comparación con índices de referencia.

Construcción de carteras orientada a objetivos: de la volatilidad a la probabilidad de éxito

A lo largo de su vida, los clientes revisan y reajustan sus objetivos y prioridades financieras. Al diseñar carteras para financiar objetivos concretos (la compra de una primera vivienda, la educación de los hijos o la generación de ingresos para la jubilación) el foco deja de ser optimizar métricas de riesgo y rentabilidad y se traslada a una pregunta muy concreta: ¿qué decisiones nos acercan o nos alejan de alcanzar ese objetivo? Desde esta perspectiva, la rentabilidad esperada y la volatilidad de la cartera siguen siendo relevantes, pero no se analizan de forma aislada: se interpretan en función de cómo afectan a la probabilidad de éxito de cada meta. Lo determinante es si la combinación de inversiones, el plan de ahorro y el horizonte de inversión previsto mantienen al inversor en la senda adecuada para cumplir este objetivo con un nivel de confianza claro y fácil de comunicar.

En gran parte de la literatura financiera el riesgo se asocia a la volatilidad de la cartera del inversor. La inversión basada en objetivos (*Goals-Based Investing*, GBI), en cambio, lo define como la probabilidad de no alcanzar un objetivo financiero concreto en el plazo previsto y en su totalidad. Este cambio de enfoque hace que la pregunta deje de ser “¿cuánta volatilidad puede experimentar la cartera?” y pase a ser “¿qué factores aumentan o reducen la probabilidad de alcanzar este objetivo?”.

La rentabilidad esperada y la volatilidad siguen siendo variables clave, pero no se analizan de forma aislada: se interpretan en función de su impacto sobre la probabilidad de éxito de cada objetivo, teniendo en cuenta la tolerancia al riesgo del inversor, sus recursos y el plazo previsto. El avance no se mide frente a un índice de mercado, sino frente a un rango de confianza predefinido alrededor del objetivo. Cuando el plan se desvía, se actúa modificando elementos del plan: aportaciones periódicas, el horizonte de inversión, el nivel de gasto o el perfil de riesgo de la cartera; con el objetivo de reconducirlo y volver a situarlo en la trayectoria prevista.

Este cambio de paradigma tiene implicaciones prácticas en la forma en que los asesores se comunican con sus clientes. En la práctica, cada objetivo se define en función del patrimonio actual del inversor y su capacidad de ahorro, del capital a alcanzar, del horizonte de inversión y de la prioridad que el cliente le asigna: ¿se trata de una necesidad esencial o de una meta aspiracional?. Para cada objetivo, cliente y asesor acuerdan la probabilidad de éxito deseada, y, a partir de ahí, seleccionan una cartera adecuada en función del horizonte y de la capacidad de asumir riesgo del cliente. Conviene subrayar que este enfoque no sustituye la asignación de activos basada en el riesgo, sino que la complementa al incorporar una capa adicional centrada en los objetivos del inversor. GBI es coherente con los principios clásicos de construcción de carteras y permite orientar el diseño de la inversión a la consecución de objetivos concretos.

El seguimiento del plan mantiene esa misma sencillez: para cada objetivo, el asesor presenta una probabilidad de éxito clara y los principales elementos de ajuste que pueden hacer que esta aumente o disminuya, lo que permite que la conversación se mantenga centrada en los resultados obtenidos por el cliente. En cada revisión se comprueba si la cartera evoluciona conforme a lo previsto, y si no es así, se ajustan las aportaciones, el horizonte temporal, el nivel de gasto o el perfil de riesgo de la cartera para recuperar la probabilidad de éxito deseada por el inversor y mantener el plan alineado con sus objetivos.

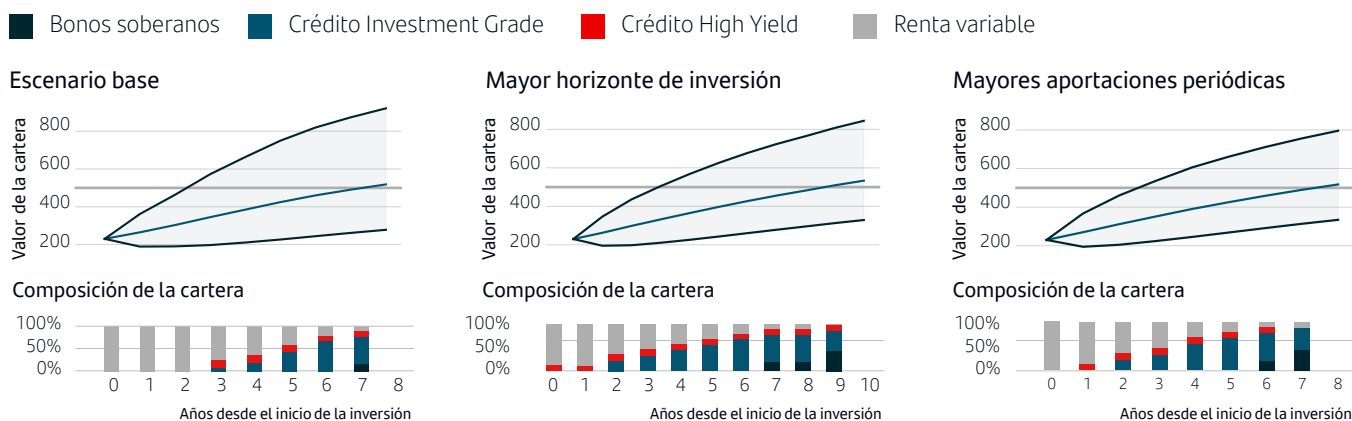
La mayoría de los hogares no concibe su patrimonio como una cifra única, sino como ahorro con distintos fines (jubilación, vivienda o educación, entre otros). La inversión basada en objetivos se apoya en esa forma de entender el ahorro y la traslada al diseño de la cartera, estructurándola en subcarteras vinculadas a cada objetivo, con un importe a alcanzar, un plazo, una prioridad y un nivel objetivo de probabilidad de éxito. Los objetivos más relevantes para el cliente tienen prioridad en la asignación de recursos, y suelen gestionarse con niveles de confianza más exigentes; los objetivos aspiracionales, en cambio, pueden admitir mayor incertidumbre (y, por tanto, más exposición al riesgo de mercado) sin comprometer los objetivos prioritarios. Este planteamiento permite ordenar los objetivos del cliente por prioridad, lo que facilita un seguimiento más sencillo y directo: ¿se está cumpliendo la trayectoria prevista para cada objetivo? ¿A qué se deben las desviaciones? ¿Qué conviene ajustar? Al interpretar los movimientos del mercado en el contexto de cada objetivo, el enfoque ayuda a mitigar sesgos conductuales habituales, como la inercia, la procrastinación o la aversión a las pérdidas. En última instancia, todas las subcarteras vinculadas a objetivos se integran en una única cartera y bajo un mismo marco de gobernanza, de forma que el cliente puede ver con claridad cómo su patrimonio se orienta a financiar lo que más valora.

A partir de esta estructura, cada subcartera vinculada a un objetivo se construye a partir de unos datos esenciales: el plazo del objetivo, el patrimonio disponible hoy, el capital a alcanzar y el rango de confianza deseado. Las aportaciones periódicas desempeñan un papel clave: las entradas programadas añaden capital y permiten distribuir las inversiones en el tiempo, lo que suele aumentar la probabilidad de éxito y refuerza el hábito de ahorro asociado al objetivo. A medida que cambian las circunstancias del cliente, el asesor revisa los parámetros y aplica los ajustes mínimos necesarios en la composición y el riesgo de la cartera para mantener cada objetivo dentro de su rango de confianza. Una implicación clave de este enfoque es que “menos riesgo” no siempre equivale a “más seguridad”. Cuando un objetivo está infrafinanciado, reducir en exceso la volatilidad puede reducir las probabilidades de alcanzarlo al limitar el crecimiento esperado. En estos casos, un aumento moderado del riesgo puede ser la vía para recuperar la probabilidad de éxito; pero, si se lleva al extremo, un riesgo demasiado alto acaba reduciendo la probabilidad de cumplir el objetivo. El papel del asesor consiste en calibrar el riesgo en función de lo que requiere cada objetivo y monitorizar la cartera de forma continua para mantenerlo en el nivel adecuado.

Ejemplo ilustrativo de GBI:

cómo pequeños ajustes modifican el riesgo asociado a un objetivo de compra de vivienda

Fuente: Santander Asset Management



Para ilustrar cómo pequeños ajustes pueden cambiar de forma significativa los resultados en un enfoque basado en objetivos, simulamos el caso de un hogar que invierte con la meta de comprar una vivienda. En el escenario base, se busca alcanzar 500.000 € en ocho años, partiendo de un capital de 230.000 € y realizando aportaciones mensuales de 650 €. A partir de ese punto planteamos dos variaciones: ampliar el horizonte a diez años y aumentar las aportaciones mensuales a 1.100 €. En los tres casos se alcanza el objetivo, pero la trayectoria de la cartera hasta conseguirlo es muy distinta. En el escenario base, la estrategia requiere una asignación del 100% a renta variable durante los tres primeros años para mantener la probabilidad de éxito dentro del rango de confianza establecido. En cambio, al alargar el horizonte o aumentar el ahorro, el plan consigue el mismo resultado con un nivel de riesgo sustancialmente menor: comienza con una combinación de 80% renta variable / 20% crédito high yield, y va desplazándose gradualmente hacia crédito investment grade y bonos soberanos. La proyección del patrimonio muestra una dispersión visiblemente menor en los dos escenarios alternativos, lo que ilustra cómo ajustes en el plazo o en el ahorro permiten reducir el riesgo del plan sin renunciar al objetivo. Este enfoque facilita una conversación más clara con el cliente, centrada en el progreso hacia sus objetivos y no en la rentabilidad a corto plazo.

La jubilación como objetivo esencial: asegurar ingresos, mantener la flexibilidad y ajustar el riesgo dinámicamente

La jubilación se diferencia de otros objetivos financieros tanto por su escala como por el grado de incertidumbre. A diferencia de una compra puntual (como la adquisición de vivienda del ejemplo anterior), la jubilación plantea un problema de consumo sin un horizonte cerrado: exige generar un flujo de ingresos sostenible que permita mantener el nivel de vida durante un número de años que no puede conocerse de antemano. Por ello, en un enfoque de inversión basada en objetivos (GBI), asegurar los ingresos esenciales en la jubilación debe plantearse como un objetivo prioritario, ya que constituye el suelo de ingresos sobre el que se sostiene el nivel de vida del inversor. Desde esta óptica, cambia la pregunta clave del asesoramiento: en lugar de “¿qué volatilidad puede soportar la cartera?”, la conversación se centra en “¿qué nivel de probabilidad necesita para sostener sus ingresos esenciales?”. Ese nivel se traslada al diseño de la cartera, la política de retiradas y los mecanismos de ajuste necesarios para mantener el plan en la trayectoria prevista.

De forma paradójica, aunque se trata de un objetivo esencial, a menudo no se protege lo suficiente: una serie de sesgos y fricciones conductuales empujan a muchos hogares a posponer o a financiar de forma insuficiente la cobertura frente al riesgo de longevidad. El sesgo del presente y la procrastinación hacen que el ahorro y la contratación de rentas vitalicias se perciban como un coste inmediato que conviene aplazar. La inercia y la resistencia al cambio hacen que muchas familias mantengan los niveles de aportación y la asignación de activos establecida por defecto, sin revisarlos. A ello se suma, a menudo, una educación financiera limitada que reduce la propensión a tomar decisiones activas. Estos factores, combinados con la aversión a las pérdidas, ayudan a explicar la persistente “paradoja de la renta vitalicia” (*annuity puzzle*): la tendencia a contratar menos ingresos vitalicios de los que sería razonable, pese a su claro valor como instrumento de cobertura. Un enfoque basado en objetivos, acompañado de revisiones periódicas, ayuda a mitigar estas fricciones al convertir las decisiones de cobertura en objetivos explícitos y concretos, en lugar de tratarlas como decisiones abstractas centradas en la rentabilidad.

En un enfoque basado en objetivos, llevar la jubilación a la práctica empieza por traducir el nivel de vida deseado en un objetivo cuantificable de ingresos (por ejemplo, sustituir entre el 60% y el 80% del salario previo a la jubilación) y segmentar ese objetivo en dos componentes: esencial y discrecional. La parte esencial (vivienda, sanidad y gastos básicos) debe asociarse a un nivel de confianza exigente (habitualmente entre el 80% y el 90%, acordado entre cliente y asesor), y financiarse principalmente con activos orientados a la generación de rentas y de baja volatilidad, complementados, cuando proceda, con instrumentos garantizados. El componente de gasto discrecional (viajes, regalos, herencia o consumo no esencial) puede tolerar un nivel de confianza más amplio (por ejemplo, entre el 60% y el 75%) y financiarse con una cartera centrada en el crecimiento del capital y dimensionada para capturar el potencial alcista, asumiendo mayor riesgo de mercado. Esta división da lugar a dos carteras operativas que se integran dentro de un plan único y simplifica las decisiones y los compromisos entre objetivos para asesor y cliente.

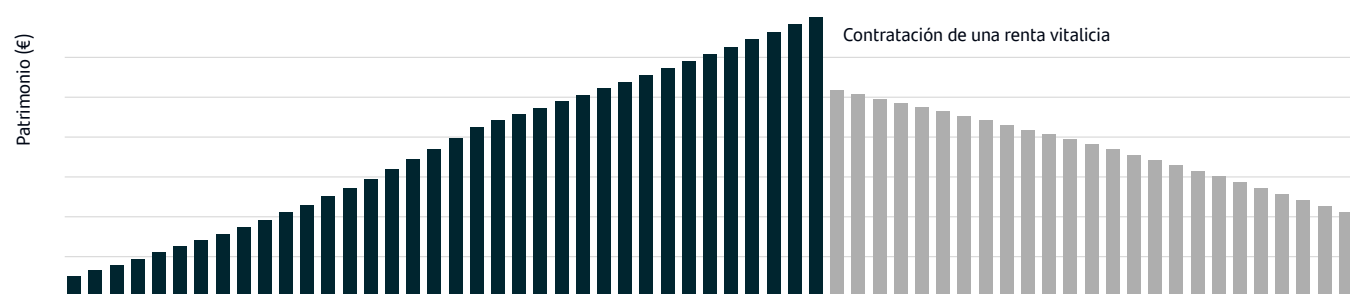
La transición a la jubilación es un punto crítico: si las primeras rentabilidades son negativas y coinciden con retiradas, el impacto sobre los ingresos a lo largo de toda la jubilación puede ser irreversible. Por ello, ajustar el nivel de riesgo en torno a la jubilación e incorporar reglas explícitas de control del gasto (por ejemplo, reducir retiradas discrecionales cuando empeora el grado de financiación del plan) suele ser más importante que perseguir pequeños aumentos de la rentabilidad esperada.

Los inversores más jóvenes disponen de más tiempo para recuperarse, y, por tanto, mayor capacidad para asumir riesgo; en cambio, quienes se aproximan a la jubilación o ya están jubilados cuentan con menos margen de maniobra y son más vulnerables a caídas pronunciadas del mercado. La evidencia empírica muestra que los planes que se mantienen en la trayectoria prevista suelen ser resilientes incluso en episodios de fuertes caídas, mientras que aquellos que ya presentan riesgo de desviación registran descensos mucho más acusados en su probabilidad de éxito. En esos casos, ajustes moderados (retrasar ligeramente la jubilación, aumentar algo las aportaciones periódicas o reducir temporalmente el gasto) suelen ser suficientes para devolver el plan a la senda prevista, sin necesidad de cambios profundos en la cartera.

Ciclo de vida GBI para la jubilación: asegurar ingresos esenciales y moderar el riesgo a medida que se aproxima la jubilación

Fuente: Santander Asset Management

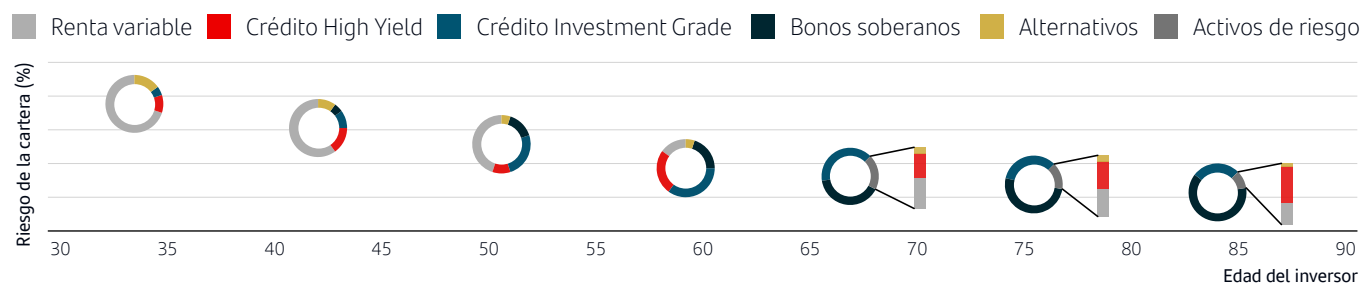
Patrimonio acumulado y plan de desacumulación



Flujos de la cartera en fase de acumulación y jubilación



Asignación dinámica de activos



Un planteamiento sólido de jubilación dentro del marco GBI combina tres elementos complementarios. En primer lugar, mantiene liquidez y un posicionamiento defensivo que permite atender las retiradas de capital en los primeros años sin verse obligado a vender en un momento de caídas de mercado. En segundo lugar, conserva una subcartera enfocada en el crecimiento para proteger el poder adquisitivo a largo plazo y financiar el gasto discrecional sin renunciar a captar potencial adicional. Y, en tercer lugar, incorpora mecanismos de garantía (en particular, la contratación parcial de rentas vitalicias) para cubrir el riesgo extremo de longevidad. La contratación de una renta vitalicia en torno a la jubilación transforma una parte del patrimonio acumulado en un flujo de ingresos estable y duradero. Con ello se reduce el riesgo de agotar los recursos en vida, al tiempo que se mantiene un tramo invertido con la flexibilidad necesaria para capturar el potencial alcista. En la práctica, el plan evoluciona en dos etapas diferenciadas: una fase de acumulación, orientada al crecimiento, en la que las aportaciones y el efecto de la capitalización impulsan el patrimonio hacia el objetivo de ingresos y el nivel de riesgo se ajusta en función de la probabilidad de éxito; y una fase de desacumulación, orientada a generar ingresos estables, en la que las retiradas se gestionan con reglas dinámicas que ajustan el gasto y el riesgo para mantener cada objetivo dentro de su rango de confianza. Si los mercados evolucionan mejor de lo previsto, el plan puede consolidar ganancias y elevar el nivel mínimo de ingresos; si evolucionan peor, reducciones temporales del gasto discrecional, un reajuste moderado de la cartera o un breve aplazamiento de la jubilación pueden ayudar a preservar el objetivo.

Conclusión e implicaciones

La inversión basada en objetivos sitúa la toma de decisiones de inversión al servicio de lo que el cliente pretende lograr. Al medir el progreso a través de la métrica de probabilidad de éxito y trabajar con un número reducido de variables operativas (aportaciones periódicas, horizonte de inversión y nivel de riesgo) el enfoque GBI ayuda a que el asesoramiento sea más claro, comprensible y adaptable a distintos ciclos de mercado. Además, reformula el concepto de riesgo: deja de centrarse en la volatilidad de la cartera a corto plazo y pone el foco en la probabilidad de no alcanzar el objetivo en el plazo previsto, sin dejar de ser coherente con los criterios habituales de asignación de activos y construcción de carteras. Aplicado a la jubilación, GBI distingue entre un nivel mínimo de ingresos esenciales (vivienda, sanidad y gastos básicos) y el gasto discrecional, asignando a cada componente un rango de confianza y una combinación de activos adecuada. Además, mediante el uso de herramientas como reglas de control del gasto y la contratación parcial de rentas vitalicias, contribuye a reducir tanto el riesgo asociado a caídas al inicio de la jubilación como el riesgo de longevidad. El resultado es un plan más fácil de entender y de mantener en el tiempo, alineado con resultados tangibles, ya sea para financiar una compra a corto plazo o para asegurar ingresos de jubilación estables.

En SAM hemos invertido en capacidades analíticas, en el diseño multiactivo y en herramientas de implementación para convertir el enfoque basado en objetivos en soluciones operativas y escalables. Las soluciones financieras para la jubilación forman parte de nuestro enfoque multiactivo: en el marco de la inversión basada en objetivos combinamos componentes orientados a generar rentas, asignación dinámica del riesgo y mecanismos de implementación destinados a proteger los objetivos esenciales del cliente sin renunciar al potencial de crecimiento. Los ejemplos de este documento tienen como objetivo ilustrar el marco conceptual que se presenta. En la práctica, la realidad es mucho más compleja: cada cliente requiere supuestos más detallados, modelización y estrategias a medida. Nuestro objetivo es transformar esa complejidad en planes claros y orientados al cliente, con probabilidades de éxito medibles y mecanismos de ajuste prácticos que faciliten la toma de decisiones tanto a asesores como a clientes.

Información Legal Importante

Este informe ha sido elaborado por Santander Asset Management (en adelante, "SAM"). SAM es el nombre funcional del negocio de gestión de activos realizado por la entidad jurídica SAM Investment Holdings S.L. y sus sucursales, filiales y oficinas de representación.

El presente documento contiene previsiones económicas e información obtenida de varias fuentes. La información contenida en el presente documento puede haber sido recogida también de terceros. Se considera que todas estas fuentes son fiables, aunque la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni implícita ni explícitamente, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este documento no pueden considerarse irrefutables y pueden diferir o ser, de cualquier manera, incoherentes o contrarias a las opiniones expresadas, ya sea verbalmente o por escrito, consejos o decisiones de inversión adoptadas por otras áreas de SAM.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Este documento ha sido realizado con fines exclusivamente informativos, por lo que no constituye una recomendación, asesoramiento personalizado de inversiones, oferta o requerimiento de suscripción o venta de participaciones de cualquier activo o producto de inversión (en adelante "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la distribución de este documento a un tercero no constituye una oferta o asesoramiento de inversiones.

SAM no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a rentabilidades pasadas o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos legales de un determinado Activos Financieros, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el Federal Deposit Insurance Corporation. No representan una obligación de SAM ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

Rentabilidades pasadas no son indicadores de rentabilidades futuras. La rentabilidad puede variar debido a fluctuaciones del tipo de cambio. Cualquier referencia a aspectos fiscales debe ser entendido bajo las circunstancias personales del inversor y está sujeta a variaciones. Los costes derivados de la compra, tenencia o venta de los Activos Financieros pueden reducir su rentabilidad y no se reflejan en este informe.

Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por SAM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literal (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.