





España: Una nueva hoja de ruta para el Ahorro

Miguel Ángel Bernal Alonso. Departamento de Investigación IEB Sergio Míguez Martín. Departamento de Investigación IEB

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2014-1002-TA

Con la colaboración de:













España: Una nueva hoja de ruta para el Ahorro

Miguel Ángel Bernal Alonso. Departamento de Investigación IEB Sergio Míguez Martín. Departamento de Investigación IEB DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2014-1002-TA



5

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN 5	
1.1. Objetivos del estudio 5	
1.2. Conceptos básicos 6	
1.2.1. Variable básica de la inversión: horizonte temporal 1.2.2. Variable básica de la inversión: condicionantes 9 1.2.3. Variable básica de la inversión: riesgos 10 1.2.4. Resultado de la conjunción de las variables básicas: rentabilidad 1.3. Retos del ahorro ante el escenario posterior a la crisis 13 1.3.1. La bipolaridad de activos: depósito y vivienda 16 1.3.2. El canal de distribución condiciona el activo: el depósito bancario 1.3.3. La inversión en vivienda 34 1.3.4. Retos después de la crisis 42	12 18
2. SITUACIÓN COMPARADA DEL AHORRO ENTRE ESPAÑA Y OTROS MERO DE REFERENCIA 77	CADOS
2.1. Situación del ahorro en España 77	
2.1.1. Antecedentes y evolución histórica 77	
2.2. Situación del ahorro en EE.UU. 88 2.2.1. Antecedentes y evolución histórica 2.2.2. Situación actual 88 2.2.3. Productos y Canales	
2.2.4. Impacto de la crisis 92 2.2.5. Un caso de estudio: IRA y Plan 401(k) 93	
2.3. Situación del ahorro en Reino Unido 96	
 2.3.1. Antecedentes y evolución histórica 2.3.2. Productos y canales 96 	

2.3.3. Impacto de la crisis 99
2.3.4. Un caso de estudio: las pensiones ocupacionales y las pensiones personales 100
2.4. Situación del ahorro en Europa. Análisis pormenorizado del mercado alemán 103
 2.4.1. Antecedentes y evolución histórica 103 2.4.2. Situación actual 105 2.4.3. Productos y canales 105 2.4.4. Impacto de la crisis 106 2.4.5. Un caso de estudio: Riester-Rente y Rürup-Rente en Alemania 107
3. CONCLUSIONES 111
 3.1. La globalidad trae necesidades 111 3.2. La experiencia americana, inglesa y alemana como hoja de ruta 112 3.3. El camino a emprender en España 115
 3.3.1. Asesoramiento frente a planificación 117 3.3.2. Inversión directa o a través de vehículos de inversión 118 3.3.3. El "Do it yourself" frente a propuestas más profesionales 119
BIBLIOGRAFÍA, DOCUMENTOS, INFORMES, WEBS Y PÁGINA REFERIDAS 120

1. INTRODUCCIÓN

1.1. OBJETIVOS DEL ESTUDIO

El objetivo que los patrocinadores —BBVA Asset Management, Inversión y Finanzas.com, J.P. Morgan Asset Management, M&G Investment, Mirabaud y Schroders— fijaron para el departamento de estudios del Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) fue muy claro: querían contar con un documento que describiera cuál es la situación del ahorro de las familias españolas y, a la vez, analizar cuál era esta situación en otras áreas económicas.

En este informe se debía hacer también una referencia a aquellos problemas que a priori pudiéramos pensar que marcan una idiosincrasia frente a otros productos y que a la vez pueden ser fuentes de conflicto o distorsión para el ahorrador español. Fruto de esta petición nace el punto dos que consta de dos partes. Ambas responden de manera fehacientemente a este encargo.

En la primera parte se aborda cuál es la situación que presenta el ahorro en España y su segmentación entre diferentes activos. Además, se recoge de una forma breve la problemática que a juicio de los autores presenta el ahorro y la inversión del mismo. Como hemos comentado tan solo planteamos cuestiones que a nuestro entender pueden y deberían ser aspectos a investigar posteriormente.

En la segunda parte se recoge la situación del ahorro y su diversificación en otros países. Es indudable que por su nivel de avance los mercados, tanto de EE.UU. como Reino Unido son espejos en los que mirarse para el resto de los países, de ahí la presencia en este estudio. Pero, por otra parte, a nadie se le escapa que para los países que pertenecemos al área euro, Alemania es un mercado de referencia, en donde las reformas y medidas adaptadas en aquel país, al final acaban adoptándose por el resto de los países, de ahí que hayamos considerado conveniente dar un repaso a la situación germana en la materia que nos ocupa.

Pero, por otra parte, querían que este estudio fuese un vivero de ideas para ir desarrollando posteriormente, con una idea básica: el ahorro es tan sólo la diferencia positiva que una familia tiene entre ingresos y gastos. En el contexto actual, el ahorrador tiene también una versión económica que conviene destacar y que no es otra que detraer consumo presente para materializarlo en tiempos futuros. Ésta es una idea que la actual crisis marca como una necesidad. De hecho, la idea más clara en este sentido es la de la jubilación. Es por ello que el problema de la jubilación está presente en cada una de las dos partes que este estudio tiene. En el análisis de la situación del ahorro en España existe un punto (2.1.4.5. La necesidad de la previsión social) que intenta detallar brevemente la situación de nuestra previsión social pública y las necesidades,

que en base a la misma se desprenden para la familia española. Para completar esta visión sobre la jubilación en la segunda parte del punto 2, aquel que se centra en la situación más allá de nuestras fronteras, de forma breve se analizan medidas llevadas a cabo en aquellos países, respuestas que son tremendamente interesantes y que pueden servir de punto de partida para reformas que podríamos ver próximamente en materia de pensiones.

Este estudio, comienza con la presente introducción, en la que hemos creído conveniente exponer una serie de circunstancias (aunque cada una de estas premisas por sí sola daría para realizar múltiples estudios y encuestas demográficas, tal y como ya hemos comentado), que explican la situación del ahorro español y las características que hacen de nuestra realidad, una situación muy diferente a la de otros países y que constituyen una idiosincrasia propia. Son tan sólo ideas que si los patrocinadores estiman oportunas iremos desarrollando, pero que creímos necesarios destacar en el estudio.

Como paso introductorio hemos desarrollado un leve apunte de los conceptos básicos que un inversor debería tener presente y aspectos que las redes de asesoramiento y comercialización nunca deberían dar la espalda. En la planificación financiera son fundamentales y se van revisando dinámicamente, el asesoramiento financiero requiere precisamente de una dinámica, una continuidad en el tiempo, nunca el asesoramiento debería ser puntual o realizarse de forma discreta. Tan importante como la revisión dinámica de los resultados de la cartera es importante la revisión dinámica de las premisas que llevan a constituir un patrimonio en un momento determinado.

Antes de iniciar la lectura sí nos gustaría añadir que para conseguir unos objetivos es necesario primeramente el ahorro, es decir esa diferencia entre ingresos y gastos. La consecución y el éxito de estos objetivos depende más de la capacidad de ahorro que de la remuneración o resultados de la inversión del mismo. Son muchas las leyendas urbanas, por llamarlas de alguna manera, que hablan de grandes ganancias en los mercados, pero la pregunta que una y otra vez nos hacemos es que si esto fuera cierto, por qué hoy en día tanta gente sigue trabajando y en muchos casos es incapaz de lograr sus objetivos a futuros. Por cierto, invertir en depósitos es inversión y no ahorro.

1.2. CONCEPTOS BÁSICOS

Cada día es más ampliamente aceptado que a la hora de llevar a cabo un ejercicio de inversión por parte de una persona lo óptimo es optar por la planificación financiara. El primer paso de la planificación es establecer los objetivos, cuantificarlos y establecer un calendario.

A continuación ofrecemos una lista con los objetivos más comunes:

- Educación de los hijos.
- Ayudas futuras aportando capital a los hijos.
- · Vivienda.
- Automóvil.
- Otros artículos o bienes duraderos: motocicletas, coches, barcos...
- · Viajes.
- Jubilación.
- Dependencia.

No querríamos dejar pasar la ocasión de señalar como muy bien destaca Stuart E. Lucas, de Gestión del Patrimonio Wealth, que "los objetivos de largo plazo: jubilación o transmisión intergeneracional que usted marque responderán a los siguientes tipos:

- Objetivos que demandan una gestión financiera basada en la distribución. Donde el horizonte temporal es a largo plazo, se busca mantener el poder adquisitivo y/o mantener una rentabilidad estable. Esta tipología es muy propia de la planificación de la jubilación.
- También se puede buscar una estrategia de crecimiento para satisfacer sus objetivos. La característica que impregnará este objetivo es la de conseguir rendimientos superiores a la media, en inversiones de largo plazo".

Pero una vez realizada la planificación de los objetivos y de cara a llevar a cabo las inversiones que permitan la consecución de las mismas será necesario tener presente una serie de características en la inversión. Estas características son:

- 1. Horizonte temporal.
- 2. Condicionantes.
- 3. Riesgos.
- 4. Rentabilidad.

Antes de pasar a un pequeño detalle de las mismas, el cual creemos conveniente, tan sólo una consideración: las variables sobre las que se conforma una inversión deben llevarse a cabo en el horizonte enumerado anteriormente: horizonte temporal, condicionantes y riesgo, nunca en términos de rentabilidad. La rentabilidad es el fruto o resultado que da la combinación de las tres cuestiones anteriores, nunca debe ser premisa para conformar una cartera. De hecho, la rentabilidad está implícita en el riesgo, ese axioma que dice que a mayor riesgo, mayor rentabilidad e inversa.

1.2.1. Variable básica de la inversión: horizonte temporal

El horizonte temporal es el momento en que fechamos el objetivo a conseguir, momento en el cual tendremos que hacer frente al mismo y, por tanto, hacer uso de nuestras inversiones. Es importante tener en cuenta que el horizonte temporal puede tener una fecha única, el pago de un determinado bien de consumo, o bien deberá generar un flujo de cajas a lo largo de un tiempo determinado, como las rentas para el estudio de los hijos, o incluso indeterminado como son las prestaciones por jubilación.

El horizonte temporal es la primera premisa para establecer las condiciones que afectarán a su inversión y condicionan totalmente el nivel de riesgo a asumir. En el caso de objetivos concretos, como hacer un viaje, tendremos una fecha concreta, sin embargo en los genéricos, las prestaciones a obtener cuando me jubile y su duración, serán genéricas. Una división que hay que tener muy presente, es que en el primer caso, sabemos el momento de llegada, pero, en el segundo, está asociado a un margen de incertidumbre, momento de jubilación, esperanza de vida...

En el caso de los objetivos concretos tenemos que partir de la cantidad de nuestro patrimonio y presupuesto que queremos (prioridad) y podemos destinar. El tiempo que resta hasta la consecución del mismo nos dará las posibilidades de riesgo: a mayor corto plazo menor será el nivel de riesgo que podremos asumir y viceversa

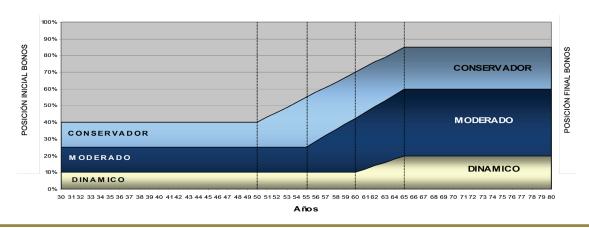
Un problema especial lo presentan los objetivos genéricos, aquellos que como hemos dicho se centran en fechas indeterminadas. En este caso, es muy importante manejar el concepto tan extendido de los plazos. Así, tendremos objetivos de:

- Corto plazo, aquellos cuyo vencimiento es a menos de dos años.
- Medio plazo, los que se centran entre los dos y cinco años.
- Largo plazo, los que se estiman para periodos que rondan los diez años.
- Muy largo plazo, para aquellos que afrontarlos lleva más de quince años.

Para terminar no debemos olvidar que el tiempo es dinámico y, por tanto, necesitamos ir controlando de forma periódica el vencimiento de nuestra inversión e ir acomodándolo a las nuevas necesidades. En este sentido, el siguiente gráfico, que describe la evolución entre el peso de la renta fija y la variable aplicado a un inversor para su fondo de pensiones y nivel de riesgo asumible, habla por sí solo. En el mismo vemos como la proporción de uno y otro activo se mantiene mientras que el horizonte temporal sigue siendo a largo plazo, como según pasamos a un medio-corto plazo la cartera va ganando peso en activos de renta fija por su proximidad y, por último, como en el momento de la jubilación la cartera al ser ya de corto plazo gana considerablemente peso los activos de renta fija.

POSICIÓN INICIAL DE LOS BONOS

Fuente: Alfonso Roa, Invertir con sentido común



1.2.2. Variable básica de la inversión: condicionantes

Una vez determinado el calendario o plazos de nuestros objetivos hay que analizar los condicionantes a los que el inversor se enfrenta. Básicamente los manuales nos hablan de tres grandes niveles:

- Culturales.
- Económico-financieros.
- Ciclo de vida.

En el primer grupo, el de los condicionantes culturales, podemos establecer dos grandes grupos. El de los estudios o conocimientos y las experiencias financieras. Cualquier persona que realiza una inversión es responsable del riesgo que corre y, por tanto, de los resultados que genera. En muchos casos las personas en España muestran gran falta de conocimiento en temas de inversión, tanto en activos como en gestión de las mismas.

Por otra parte, la experiencia, por ejemplo, con la suscripción de fondos inmobiliarios y luego los problemas de iliquidez que estas inversiones generaron, condicionan a muchos inversores y les hace desechar este tipo de activos, los cuales en muchas ocasiones y, según que contextos, son activos básicos a la hora de establecer una adecuada diversificación de cartera.

Una persona debería conocer y, si no recabar la información suficiente sobre los activos que son de su propiedad. El inversor debe ir aumentando los activos o contemplándolos según vaya informándose sobre los riesgos de estos activos.

Los condicionantes permiten establecer el perfil de inversión. El perfil de inversión nos proporcionara información básica sobre:

- Tipología y restricciones de los activos.
- Fijación de las posibilidades de la rentabilidad-riesgo.
- Tipología de la gestión y sofisticación de la misma.
- · Aversión al riesgo.
- Necesidades de liquidez.
- Horizonte temporal.

1.2.3. Variable básica de la inversión: riesgos

El riesgo es, sin lugar a dudas, la variable que más pesa en la decisión de inversión. Normalmente se acepta que a mayor riesgo mayor remuneración o más rentabilidad si se quiere, sin embargo esto no es así. En el libro Lo más importante para invertir con sentido común de Howard Marks, editorial Profit, se señala que las inversiones con mayor riesgo son aquellas en las que la obtención de un terminado rendimiento es más incierto. Por tanto, es importante tener en cuenta que riesgo es incertidumbre, no una relación directa riesgo-rentabilidad.

Normalmente los profesionales de las finanzas identifican y modelizan el riesgo como volatilidad o diferencia de la rentabilidad obtenida por el activo o la cartera de valores frente a la rentabilidad estimada o media. Sin embargo, el riesgo es subjetivo y, por tanto, es el momento de hacernos una pregunta: ¿Qué entendemos por riesgo? Las interpretaciones del riesgo son muchas, muy variadas, dependen no solo del inversor, sino también de los diferentes objetivos del propio inversor, básicamente los principales conceptos del riesgo tienen que ver con:

- Obtención de pérdidas.
- Desviación de los resultados obtenidos, entendidos como volatilidad.
- Mayor o menor exposición a los movimientos de mercado.
- Riesgo del gestor al que se le da o se asigna la gestión de nuestra cartera o una parte de ella.
- La obtención de una rentabilidad inferior a la de mercado o por debajo de un determinado objetivo por ejemplo la inflación.
- La obtención de importantes pérdidas en situaciones extremas de mercado.
- El de la iliquidez.

Las características del riesgo las detalla perfectamente Howard Marks en el libro aludido:

- El riesgo no puede ser medido ni modelizable.
- El riesgo no puede ser cuantificado.
- El riesgo no puede ser observado, siendo además subjetivo.

Generalmente nos acercamos a estudiar el riesgo y medirlo a través de lo que ha ocurrido en el pasado, presuponiendo que el futuro será como el pasado, sin embargo, esto, nuevamente, no es así. Por otra parte, se tiende a pensar que el riesgo se distribuye en parámetros de normalidad lo que invalida su tratamiento estadístico, pues desprecia los valores extremos, precisamente aquellas situaciones que son las que provocan enorme daños en las carteras y patrimonio de los sujetos. Esto es especialmente notable cuando alguien nos dice y nos define un activo en base al siguiente parámetro: el riesgo de esta cartera es bajo, medio o alto. Pregúnteles en ese momento qué entienden ellos por riesgo bajo, en caso de que se lo pueda definir y si coincide con su concepción de riesgo bajo.

El riesgo indudablemente es el precio que hay que pagar por la inversión, por la obtención de unos resultados. Identificarlo se vuelve tarea fundamental y su control más. Aunque las técnicas matemáticas o cuantitativas se han extendido mucho suponen una magnífica herramienta, pero continúan sin resolver el problema: cómo definirlo y cómo medirlo. Quizá la mejor forma de controlar el riesgo sea:

- Adecuar nuestra cartera o activos a los horizontes temporales de nuestros objetivos. De ahí la necesidad de planificar las inversiones adaptándolas objetivo por objetivo.
- Controlar estrechamente la liquidez de nuestras inversiones.
- Diversificar.

Nos vamos a centrar en esta última, dado que las dos primeras ya se han tratado anteriormente. La diversificación nos permite rebajar el riesgo, no eliminarlo, tan solo rebajarlo pues el denominado riesgo sistémico siempre estará presente. Una buena medida es el denominado umbral de insomnio.

Existe una anécdota atribuida a J.P. Morgan, fundador del banco con el mismo nombre, que cuenta que un amigo se le acercó diciéndole que no podía dormir por la noche a causa de una inversión que había realizado. Morgan le aconsejó que fuera liquidándola hasta que pudiera dormir toda la noche de un tirón. En finanzas personales a este efecto se le llama "umbral de insomnio" del que se desprende la siguiente enseñanza: el inversor debe asumir en sus inversiones aquellos riesgos que no logren traspasar su umbral de insomnio. Esta anécdota se ha convertido en una guía para determinar intuitivamente nuestra capacidad para asumir riesgos. Este ejemplo sirve para establecer el nivel de riesgo de una cartera, pero podemos hacer una variante del mismo para el peso específico de cada activo que lo compone. Para ello piense en una persona que duerme ocho horas al día, esa persona no quiere que un problema le robe más de quince minutos de su sueño,

por tanto lo máximo. Conforme a ello tan solo le debería dedicar en su cartera un 3% del patrimonio, es decir 8 horas son 480 minutos de sueño, quince minutos supone aproximadamente un 3%, que es coincidente con el umbral de insomnio deseado por la persona.

Básicamente en el párrafo anterior se ha intentado describir dos conceptos, el primero cuál es el nivel de diversificación global de una cartera y el segundo el nivel máximo de concentración en un activo. Para analizar estos dos conceptos y ayudar a una persona a tomar un modelo de diversificación puede ser interesante exponer la diversificación legal de los fondos de inversión o de fondos de pensiones **regla del 5-10-40**.

Esta regla consiste en:

- El máximo peso que tendrá un emisor en la cartera es como máximo del 5%.
- Para aquellos valores que se considere un alto porcentaje de revalorización o que le hagan especialmente atractivo se puede llevar a cabo un aumento de la exposición hasta un máximo del 10%.
- El máximo de las exposiciones que sobrepasan el 5%, hasta el límite del 10, no podrá suponer más de un 40% del capital total invertido.

1.2.4. Resultado de la conjunción de las variables básicas: rentabilidad

La rentabilidad es la recompensa de la inversión. La rentabilidad es uno de los componentes, pero no el único para la consecución de los objetivos. Medir la rentabilidad es sencillo basta con utilizar el método del "cuento de la vieja". Tan sencillo como saber cuánto tenía y cuánto tengo. A partir de ese momento y mediante la utilización de porcentajes se puede medir en porcentajes y anualizar la rentabilidad.

Al hablar de rentabilidad es importante destacar de dónde procede la obtención de la misma:

- Diferencia entre el valor de compra y el de venta o realización.
- La llegada de flujos: dividendos, intereses, primas, premios...
- Regularidad de los mismos:
 - ♦ altamente probables, probables, improbables
 - ◊ regulares o irregulares
- Flujos o recompensas extraordinarios, por ejemplo, derechos de suscripciones o ampliaciones gratuitas.
- Liquidez y penalizaciones al deshacer la inversión anticipadamente.

Aun cuando para muchas personas la variable básica para llevar a cabo la inversión es la búsqueda de rentabilidad, tenemos que señalar que la rentabilidad es una variable dependiente de la conjunción de las tres variables vistas anteriormente: horizonte temporal, limitaciones y riesgo.

Centrar el *asset allocation* o distribución de activos tan sólo en este aspecto lleva a cometer errores. Si uno lee cualquier tratado de inversión verá que estos errores al buscar máxima rentabilidad llevan a:

- Buscar las ganancias máximas lleva a horizontes temporales a largo plazo, dado que a mayor horizonte temporal mayor rentabilidad.
- Entrar en productos complejos donde muchas veces el inversor desconoce el funcionamiento y las características del producto que está adquiriendo.
- Es una premisa que a mayor riesgo mayor rentabilidad, fijado el interés exclusivamente en el rendimiento que el ahorrador concentra la inversión, aumentando el riesgo y, por tanto, la posibilidad de fracaso en la consecución de los objetivos.

Buena prueba de lo anterior lo podemos encontrar en las famosas participaciones preferentes, que eran productos sin vencimiento, gozaban de muy baja o nula liquidez, muchos de los inversores desconocían su funcionamiento y el exceso de rentabilidad sobre otras alternativas llevó a muchos ahorradores a la compra masiva de estos activos. Las consecuencias de esta concatenación de errores son de hoy, tristemente, de todos conocidas.

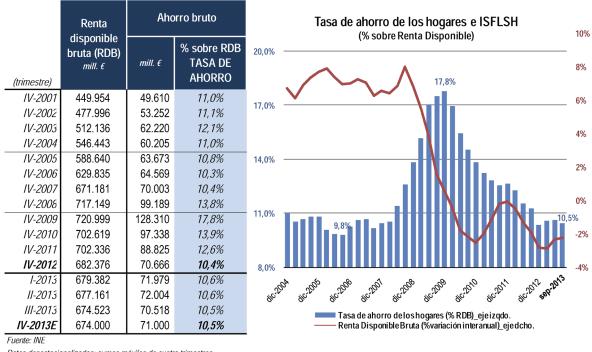
Una vez más cabe destacar la necesidad de basar las decisiones de inversión en los fundamentos de la planificación financiera. Cierto que no hay soluciones mágicas que permitan llevar al éxito, pero de todas las técnicas para realizar inversiones es, sin lugar a dudas, la que mejores resultados proporciona y cada vez más una práctica que en otros países como EE.UU. y Reino Unido es universalmente aceptada como la mejor solución a la hora de establecer el asset allocation.

1.3. RETOS DEL AHORRO ANTE EL ESCENARIO POSTERIOR A LA CRISIS

La crisis actual ha acentuado la tendencia del ahorro en España, como se puede observar en la tabla y gráfica siguiente.

RENTA DISPONIBLE BRUTA Y TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES

Fuente: INVERCO, con datos INE.



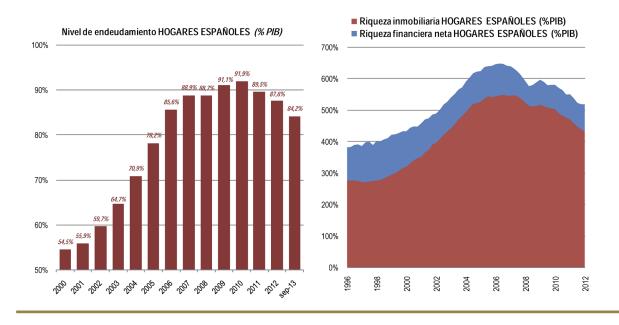
Datos desestacionalizados: sumas móviles de cuatro trimestres Incluyen revisiones INE y cambio metodológico de Eurostat

Como puede verse, si hasta el año 2008 el español tenía una tasa de ahorro por debajo, salvo excepciones del 11%, a raíz de la crisis desatada en 2008 la tasa de ahorro aumentó sensiblemente hasta niveles máximos de casi el 18% en 2009. Sin embargo esta tendencia se quebró con las caídas salariales y la subida de impuestos que repercutió muy negativamente en la renta disponible de las familias.

Como el informe de INVERCO señala: "La estructura del ahorro de las familias españolas (muy concentrada en el sector inmobiliario) ha incidido de forma relevante en las pautas de ahorro e inversión durante estos últimos años, ya que la adquisición de activos inmobiliarios requiere un nivel importante de financiación ajena a largo plazo, que ha generado un elevado nivel de endeudamiento de los hogares españoles". La afirmación realizada por INVERCO se puede constatar y observar en los siguientes gráficos.

NIVEL DE ENDEUDAMIENTO Y RIQUEZA DE LOS HOGARES

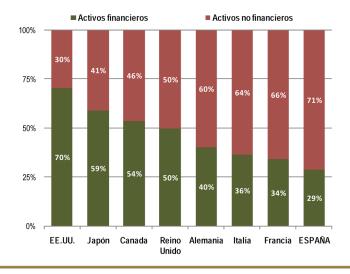
Fuente: INVERCO, con datos INE y Banco de España.



Esta estructura es la que en el presente estudio llamamos la bipolarización de ahorro, algo que conlleva unos desafíos tremendos elevando considerablemente los riesgos de las familias españolas. Posteriormente entraremos a comentar esta situación que además no es extensible al resto de los principales países como puede apreciarse en el siguiente gráfico.

ACTIVOS FINANCIEROS/ACTIVOS NO FINANCIEROS

Fuente: INVERCO, con datos Banco de España y OCDE.



Es, por tanto, claro que uno de nuestros hechos diferenciales es la vivienda en propiedad y, por ello, la analizaremos posteriormente.

1.3.1. La bipolaridad de activos: depósito y vivienda

Hasta la llegada de la actual crisis y las consecuencias devastadoras que ha tenido en el mercado bancario español, con la crisis de las cajas de ahorro, las personas o familias tenían una cierta seguridad en sus finanzas, sin embargo, esta situación parece haber cambiado radicalmente.

Las condiciones laborales, la de los mercados financieros y las mismas del mercado inmobiliario son ahora mucho más cambiantes y vulneran e impactan en las familias. Esta situación se ve aún más agravada porque hasta el momento las Administraciones Públicas tenían unas redes de protección social. Sin embargo, la crisis económica y los recortes que se están produciendo han hecho virar esta situación radicalmente, hoy ya se constata que el sistema de pensiones a futuro no va a responder a los criterios que hasta el momento teníamos.

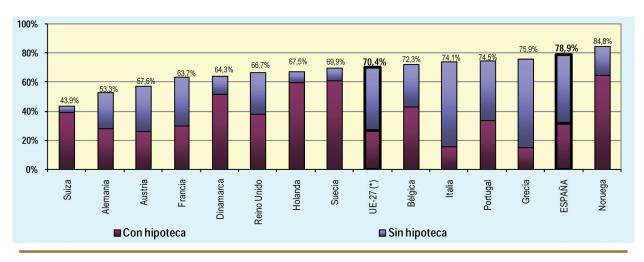
Ante esta situación, las necesidades de ahorro se vuelven básicas para que los individuos puedan responder a los nuevos desafíos que hoy ya encaramos. Entre las causas de estas necesidades crecientes de ahorro e inversión podríamos encontrar:

- Crecimiento de la renta personal.
- Entorno de bajos tipos.
- Problemas en la comercialización de activos y productos bancarios.
- Envejecimiento de la población.
- Mayor número de activos y posibilidades de inversión.
- Acceso a nuevas tecnologías.
- Recortes de los sistemas de protección.

Hay que destacar que en España la inversión está totalmente condicionada por la vivienda en propiedad, que se presenta como la gran inversión de la familia española en contraposición con lo que ocurre con otros países europeos, tal y como puede apreciarse en el siguiente gráfico.

PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN CON VIVIENDA EN PROPIEDAD

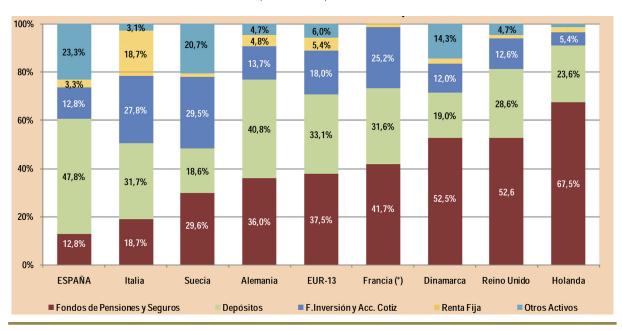
Fuente: INVERCO, con datos Eurostat.



Asimismo la preferencia de los depósitos, la inversión popular y favorita hasta el momento, condiciona enormemente la distribución del patrimonio financiero de las familias españolas. Situación que contrasta con la de otros países donde la presencia de fondos de pensiones, seguros y fondos de inversión acapara la mayor parte de las inversiones, teniendo los activos bancarios o depósitos mucho menos protagonismo.

ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS EUROPEAS (2012)

Fuente: INVERCO con datos de EFAMA. Los depósitos incluyen efectivo * Datos a 2011



El tema de la presencia preferente por el depósito y la vivienda al realizar las inversiones nos parece tan relevante que hemos querido remarcar aquellos caracteres que consideramos fundamentales de cara a establecer nuestras diferencias con otros países y los problemas a que ello nos ha llevado. Por ello, en los próximos puntos tendremos un mayor detalle de estos temas.

1.3.2. El canal de distribución condiciona el activo: el depósito bancario

La familia española continúa depositando sus ahorros en las entidades de crédito, tal y como hemos visto.

Esta situación, unida a la baja cultura financiera, ha condicionado sobremanera la forma de actuación de las familias españolas. Las características propias de los depósitos han ocasionado, entre otras, las siguientes circunstancias de las cuales nos ocuparemos más adelante, aun cuando ya conviene destacar:

- Plazo: Que las inversiones se plantean con el horizonte temporal de año, plazo al cual se vuelve
 a reinvertir. Con ello los individuos no comprenden ni manejan los plazos u horizontes temporales de inversión. Asimismo, propicia que el control de las inversiones se circunscriba al
 año, sin que hasta el vencimiento el depositante se preocupe de la situación, ni siquiera de la
 evolución de tipos de interés.
- Seguridad: Materialización del patrimonio en un depósito o a lo sumo en un par de ellos, dada la seguridad inherente de estos activos, al estar garantizados en una cantidad máxima (100.000 euros por depositante y entidad) por el Fondo de Garantía de Depósitos. Esta situación es la culpable de la concentración de la inversión en partidas de alto riesgo, como las preferentes.
- Rentabilidad: Necesidad de concretar la rentabilidad y la fecha en que se alcanzará sin comprender el margen de incertidumbre que tienen los mercados financieros, en cuanto a la erraticidad de los resultados, volatilidad de los mismos y significado de corto plazo, medio y largo plazo.
- Liquidez: La fuerte liquidez del depósito, en muchos casos sin penalización por disposición anticipada, provoca el desconocimiento y preocupación por los mercados de cotización, vencimiento y formas de monetizar la inversión realizada.
- Selección: Identificación del riesgo con el nombre de la entidad financiera y no con el instrumento o activo de inversión.
- Diversificación: Los asesores bancarios tratan al patrimonio como un todo y no como una estructuración de respuestas a las soluciones que el ahorro debe responder a su titular. Al hablar con las personas y plantearles que quieren hacer con su dinero la pregunta suele ser el desconocimiento, como máximo solo lo ven como una respuesta a las incertidumbres futuras.
- Intereses contrapuestos: Hasta hace poco la solvencia y la estabilidad de bancos y cajas han provocado que los inversores confíen ciegamente en sus entidades. La elección para el asesoramiento y materialización de la inversión era la de proximidad de la oficina, tamaño del banco,

red de cajeros y confianza desmedida, en la que el empleado bancario recomendaba delegando la toma de decisiones en los mismos.

El problema que nos planteamos es que teniendo en cuenta que el 90% de la distribución de productos de inversión para los ahorradores está controlado por las entidades bancarias, es si este hecho ha ocasionado ese sesgo hacia el depósito. Evidentemente no toda la culpa estará ahí, pues situaciones como la previsión social aflojan necesidades de ahorro a futuro donde se manejen horizontes temporales a más largo plazo, pero sí que es una de las causas que ha motivado esta situación. En este sentido, y de forma empírica, hay que ver como el canal condiciona la distribución de los productos, el mejor ejemplo serían los instrumentos híbridos del capital de bancos, donde no hubo problema en colocar productos a horizontes superiores al año y de marcado riesgo superior al de los depósitos.

En este sentido, cabe destacar que la oficina bancaria sigue siendo el asesor financiero preferido de los inversores españoles. Según un estudio demoscópico realizado por IEB e Inversis dentro del Observatorio del Asesoramiento Financiero, los inversores españoles recurrieron principalmente a su entidad a la hora de buscar asesoramiento para sus ahorros, un 87% del total, durante el ejercicio 2012. Esto supone un fuerte crecimiento respecto a 2011 en el que esta cifra era tan sólo del 54%.

A nuestro entender todos estos aspectos son básicos para poder establecer el marco en el que nos movemos cuando hablamos de ahorro e inversión. Por ello, los tratamos específicamente en los siguientes puntos.

Sin embargo, esta tendencia podría estar comenzando a agrietarse con la llegada de nuevos jugadores que pueden romper el statu quo imperante. Hemos dejado el punto 2.1.4.6.1. La diversificación de los canales de distribución más allá de las entidades crediticias, para analizar esta nueva situación que en nuestra opinión ofrece características para ser tratadas.

1.3.2.1. El horizonte temporal del depósito a un año vs. horizonte temporal a medio y largo plazo

Como hemos visto previamente, el instrumento preferido por las familias españolas para canalizar el ahorro y la inversión es el depósito bancario, excluida la vivienda. Por otra parte, los depósitos son el instrumento que permanentemente y a lo largo del tiempo centra las preferencias de los ahorradores españoles. Centrándonos en esta peculiaridad del ahorro español, parece necesario dar un repaso rápido a aquellas características que el depósito bancario tiene y que puede condicionar la visión que los ahorradores tienen de la inversión. Este repaso lo haremos siguiendo las variables que en el punto 1 hemos identificado como básicas: horizonte temporal, condicionantes y riesgos de la inversión, teniendo presente que el resultado es la suma de las anteriores variables.

En primer lugar, nos centramos en el horizonte temporal, el cual hemos señalado como primera variable. En el caso del depósito, el horizonte temporal viene ligado principalmente a un vencimiento anual, al ser este el principal plazo de contratación, aun cuando existen excepciones. Pues bien, si anteriormente veíamos la necesidad de acomodar el horizonte temporal de las inversiones a los objetivos, no parece que el ahorrador español esté teniendo presente este importante aspecto. La mayor parte de las familias se están limitando a colocar sus ahorros a un vencimiento anual, el cual con posterioridad van renovando. Existe, por tanto, un riesgo que las familias españolas están contrayendo y que es conocido como riesgo de reinversión, es decir están invirtiendo a plazos más cortos que sus objetivos, lo que hace que en caso de una caída de tipos de interés, y que si además se prolonga en el tiempo, las familias verían en entredicho la consecución de los objetivos, muchos de ellos con vencimiento superiores.

El riesgo de reinversión es ampliamente conocido por los gestores de carteras de renta fija y en ningún caso debe ser minimizado. Precisamente en la situación actual las familias se enfrentan a este riesgo, que luego se analizará en mayor profundidad.

Puede además pensarse y no parece que deba ser descartado que el hábito de invertir en depósitos lleva a la familia española a pensar a la hora de invertir en términos anuales o al menos concretos, como seis o tres meses, por ejemplo. Este sería uno de los aspectos que condicionaría la forma de invertir, establecer como objetivo no solo una fecha conocida, sino además pensar en términos anuales, frente a objetivos temporales no determinados y diferentes al año.

Ambas características podrían estar detrás de las decisiones que toman las familias a la hora de enfrentarse a otras posibilidades de inversión, como son los fondos de inversión u otros activos, algunas de cuyas principales líneas destacamos a continuación:

- El riesgo de reinversión que presentan los fondos de inversión en activos monetarios, estaría de esta forma justificado y sería la clave para su popularidad. El ahorrador español se ha acostumbrado a "aceptar" para sus inversiones los tipos de interés existentes en el mercado, sin llegar en ningún momento a hacer una planificación de la inversión basada en el horizonte temporal de sus objetivos, centrando su pensamiento tan solo en términos que abarcan el año en el momento de realizar la inversión.
- Asimismo, el pensar en términos concretos y determinados en una fecha podría estar también detrás de la causa de la amplia aceptación de los fondos garantizados, los cuales tienen una fecha concreta y determinada, excluyendo de sus preferencias otro tipo de fondos donde este horizonte temporal no está determinado.

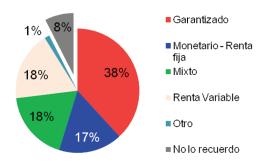
Para concluir esta breve reflexión conviene señalar como posible mensaje que el ahorrador español, influenciado por las características del depósito bancario, acepta el riesgo de reinversión, sin percibirlo como un riesgo cierto y al que está sujeto la inversión. Además, la concreción en el

vencimiento de los depósitos lleva al ahorrador a pensar en términos concretos, descartando horizontes temporales no determinados.

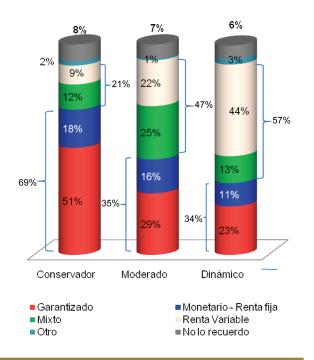
Si tenemos presente los dos mensajes anteriores puede ser mucho más fácil de entender la distribución patrimonial y preferencias que realizan los partícipes sobre sus carteras de fondos en función de los perfiles de riesgo, tal y como vemos en el próximo gráfico:

¿EN QUÉTIPO DE FONDO TIENE MÁS PATRIMONIO?

Fuente: Observatorio INVERCO.



- Los partícipes conocen la categoría de fondos en la que invierten
- Estos resultados coinciden con las estadísticas de Inverco (41% del patrimonio en garantizados, un 29% en monetarios y renta fija, un 16% en mixtos y un 14% en renta variable)
- Los dinámicos invierten más en renta variable y los conservadores en garantizados



1.3.2.2. La baja cultura financiera y el depósito

Dentro de los condicionantes a los que un inversor se enfrenta, quizá y el más genérico es la cultura y experiencia financiera. Antes que nada hay destacar que la formación de las redes bancarias ha aumentado considerablemente. El presupuesto destinado ha ido en aumento, aun cuando la crisis ha adelgazado la dotación de los mismos. En todo caso, hoy la mayor parte de las redes bancarias lleva a cabo completos programas de formación en materia de asesoramiento y conocimiento financiero, muchas de ellas incluso han optado por certificaciones profesionales como, por ejemplo, EFA. El problema parece estar en los inversores o en los clientes.

Hasta la irrupción de una completa oferta de productos, los ahorradores se limitaban a elegir entre un depósito u otro, en función básicamente de tres premisas: rentabilidad, seguridad de la entidad

y servicio que prestaban al cliente. Además, la tecnología ha contribuido aún más a poner a disposición de los clientes la práctica totalidad de la oferta existente en un país. La educación puede verse, por tanto, como un factor determinante a la hora de elegir o seleccionar un determinado producto u otro, siendo la falta de ella la causante de una ineficiente asignación, incluso una distribución contraria a sus intereses, véase sino lo ocurrido con participaciones preferentes e híbridos bancarios en la historia reciente de la comercialización de productos en nuestro país.

En el estudio realizado por Anna Ispierto e Isabel Oliver titulado *La educación financiera y su relevancia* en las decisiones económicas: evidencias e iniciativas, publicado en el Boletín del cuarto trimestre de 2011 de la CNMV, se hace referencia a los trabajos de Bernhein y Garrett en 1996 donde los autores ponen de manifiesto a través de una encuesta que: "las tasas de ahorro, tanto en términos generales como las dedicadas a la jubilación, aumentaban con la provisión de educación sobre estos temas en el puesto de trabajo". Concretamente muestran como existe una relación entre ahorro y cultura financiera dado que la probabilidad de participar en determinados programas de ahorro, como el 401(k), era mayor para los empleados con educación sobre la jubilación que en el de los que no la poseían. Es más pusieron de manifiesto que la educación en la escuela tenía claros beneficios pues estas políticas educativas incrementaban significativamente las tasas de ahorro de los individuos y la acumulación de riqueza durante la edad adulta.

Estos estudios estadísticos se ven confirmados con otros, por ejemplo, los llevados a cabo en Holanda por Van Rooij, Lusardi y Alessie en 2007, donde establecieron que la falta de conocimientos económico-financieros disminuye la probabilidad de participar en los mercados de valores, es decir, que la alfabetización financiera es un determinante importante a la hora de tomar la decisión de participación en el mercado de acciones. Ya en 2011, Van Rooij, Lusardi y Alessie vuelven a dar la razón a estas conclusiones al aseverar que, por un lado, el hecho de que los individuos con conocimientos financieros son más proclives a invertir en renta variable y, por otro lado, que estos mismos individuos tienen una mayor propensión a planificar para la jubilación.

Con todo, el trabajo que parece más definitivo y completo es el realizado por la OCDE sobre cultura financiera denominado: Improving Financial Literacy. Analysis of Issues and Policies, cuyas conclusiones arrojan los siguientes mensajes:

- Los conocimientos financieros de los consumidores y potenciales inversores son, en términos generales, relativamente escasos.
- Los individuos creen que la información financiera es difícil tanto de obtener como de comprender.
- En general, los individuos sobrevaloran sus conocimientos en materia financiera, es decir, se sienten más capacitados en cuestiones financieras de lo que lo están en realidad.

- Gran parte de la población tiene dificultades para gestionar su situación financiera, asimilar la información que está a su alcance y evaluar los riesgos que está asumiendo.
- La planificación de la mayoría de hogares es escasa, con lo que las probabilidades de endeudarse de una forma precipitada sin medir las consecuencias y/o tener dificultades ante situaciones extraordinarias son elevadas.
- Se observa una elevada correlación positiva entre los conocimientos financieros y el estatus socioeconómico de los consumidores, por lo que son los hogares con los niveles de renta y riqueza más bajos los que presentan las mayores carencias en términos de educación financiera.

La formación financiera en España, al igual que en otras áreas es insuficiente e insatisfactoria, prueba de ello es que en la encuesta de INVERCO referida anteriormente mostraba que tan solo 4 de cada 10 partícipes comprendían la información periódica que recibían sobre su fondo de inversión.

¿LE RESULTA COMPRENSIBLE LA INFORMACIÓN PERIÓDICA?

Fuente: Observatorio INVERCO.

Sólo 4 de cada 10 partícipes comprende la información periódica que recibe sobre su fondo de inversión. Los partícipes dinámicos y los moderados son los que afirman entender mejor su contenido

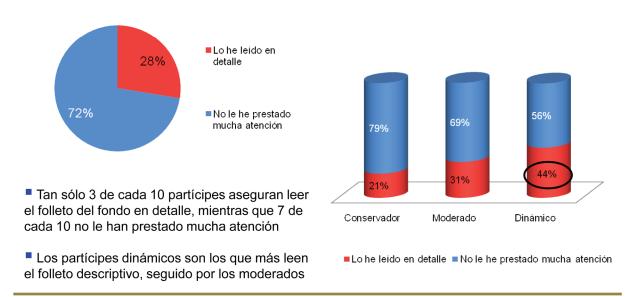


Quizá sea esta falta de cultura la que esté detrás de la falta de interés de los partícipes de los fondos de inversión como lo demuestra:

- Que solo 3 de cada 10 partícipes aseguren leer el folleto del fondo, mientras que 7 de cada 10 no le han prestado mucha atención.
- Asimismo solo 6 de cada 10 partícipes revisan la información periódica.

¿HA LEIDO EL FOLLETO DESCRIPTIVO DEL FONDO EN EL QUE TIENE INVERTIDO MÁS CAPITAL?

Fuente: Observatorio INVERCO.



¿SUELE REVISAR LA INFORMACIÓN PERIÓDICA QUE RECIBE DE SU FONDO DE INVERSIÓN?

Fuente: Observatorio INVERCO.

- 6 de cada 10 partícipes revisa la información periódica
- La gran mayoría de los partícipes dinámicos y moderados revisa la información que recibe de su fondo



Pero es más, la evidencia empírica pone de manifiesto que serían los perfiles dinámicos, aquellos que parecen tener mayor conocimiento y cultura financiera los que más interesados están en la información que ofrecen las gestoras.

La cultura financiera no solo puede adquirirse mediante el estudio, sino que la experiencia amplía el conocimiento además de darle el componente práctico, siempre necesario. En este sentido, la opción mayoritaria de los ahorradores por los depósitos no permite ser positivo sobre el aspecto de incremento de la cultura. La causa de este pesimismo la centramos en:

- El horizonte temporal a un año, aludido en el punto anterior, crea problemas de entendimiento de los periodos de maduración y horizontes temporales de los diferentes activos.
- La identificación del depósito como el activo sin riesgo plantea problemas a la hora de conformar un patrimonio y adecuar los niveles de riesgo. Este tema lo abordaremos precisamente en el punto posterior por su importancia especialmente teniendo presente que actualmente el criterio para liquidar una entidad crediticia respondería a un esquema de *bail-in*.
- La característica de conocer de antemano la rentabilidad hace que sea muy difícil para los ahorradores pensar en términos de rentabilidad esperada, así como de rentabilidad condicionada a la situación económica y financiera, traduciendo las claves imperantes en cada momento a la toma de decisiones y adecuación del patrimonio.
- Es más, características como periodificación de intereses y la posibilidad que muchas entidades ofrecen a los depositantes de cancelar anticipadamente los depósitos sin comisiones por cancelación o tan solo detrayendo parte de los intereses, resta conocimiento al importante tema de la volatilidad y las consecuencias que tienen en su cartera y especialmente en la valoración de su patrimonio.
- A su vez puede empíricamente plantear que la selección de los vehículos o activos de inversión se realicen en función de las perspectivas de rentabilidad y no en las rentabilidades pasadas, por mucho que siempre se diga que rentabilidades pasadas no prejuzgan rentabilidades futuras. El conocido efecto retrovisor en la selección de inversiones.

Por terminar ya con este tema, desde luego la cultura financiera es cuanto mínimo insatisfactoria, pero la posibilidad de mejorarla a través de la experiencia se ve lastrada al hacer uso masivo del depósito.

1.3.2.3. La seguridad del depósito en entredicho: el antiguo bail-out vs. el actual bail-in

Otra de las características que la inversión habitual en depósitos puede acarrear es el de la seguridad. Como sabemos hasta la reciente crisis bancaria de Chipre, los depósitos han gozado de una enorme seguridad, puesto que venían avalados por los diferentes fondos de seguridad de depósitos. Asimismo, y en caso de tener que rescatar o liquidar una entidad, normalmente, la figura elegida para ello era el *bail-out* o aquel tipo de rescate en donde los depositantes no participaban de quitas y en muchos casos la responsabilidad de pérdidas era asumida por los contribuyentes del país.

Sin embargo, esta situación de máxima protección a los depositantes, hoy está cuestionada puesto que en la Eurozona se ha optado por un esquema de *bail-in* o si se prefiere un esquema donde sean accionistas y acreedores los que corran con las pérdidas por rescatar o liquidar a una entidad de crédito. Esta situación es precisamente la que se llevó a cabo en Chipre. Recordemos que la Eurozona decidió proteger a los pequeños ahorradores chipriotas en la liquidación del banco Laiki y la reestructuración del Banco de Chipre, pero impuso quitas del 40% a los grandes depósitos, accionistas y tenedores de bonos de más de 100.000 euros.

El modelo del rescate de Chipre es el que actualmente está vigente y que debería ser tenido muy presente por los ahorradores, dado que actualmente y aun cuando los depósitos gozan de una gran protección, máxima si se prefiere, ya no están garantizados plenamente a partir de 100.000 euros por depositante y entidad.

En este sentido, es curioso destacar una encuesta que se llevó a cabo en Alemania, por la revista Stern y la cadena RTL, en el año 2012, concretamente entre los días 18 y 22 de marzo, poco después de la intervención en la banca de Chipre por parte de la Troika, donde se aplicó por primera vez el esquema de *bail-in*. De esa encuesta se desprendía que el 54% de los alemanes dudaba de que sus depósitos bancarios estuvieran a salvo, a pesar de la promesa formulada en este sentido, por la canciller, Angela Merkel, por contraposición, el 41% de los interrogados confiaba en que todos los depósitos bancarios en Alemania estuvieran a salvo.

Creemos importante destacar que en ningún caso los autores estamos pensando en un riesgo considerable en la inversión en depósitos, cosas que descartamos rotundamente. Tan solo remarcamos que el concepto de seguridad total o la imagen que se tiene del activo sin riesgo y que hasta el momento se vinculaba con los depósitos, hoy ya no existe o al menos está puesto en duda. Los depósitos gozan de una máxima protección, pero ya no son intocables en el caso de quitas como lo han sido hasta el momento.

Es el tema de la seguridad y la separación de patrimonios un aspecto que habría que destacar, pues si la seguridad es un condicionante, es conveniente resaltar que solo 4 de cada 10 partícipes saben que, en caso de quiebra de la entidad depositaria, la inversión está protegida.

¿EN CASO DE QUIEBRA DE SU ENTIDAD, PERDERÍA SU INVERSIÓN EN FONDOS?



- Sólo 4 de cada 10 partícipes sabe que, en caso de quiebra de su entidad, su inversión en fondos está protegida. El 60% de los partícipes no sabe qué pasaría o cree que sí perdería su inversión
- 3 de cada 10 partícipes dinámicos desconoce que en caso de quiebra de su entidad su inversión en fondos estaría protegida

1.3.2.4. La sensación de seguridad del depósito se traduce en concentración

La situación descrita en el punto anterior, máxima seguridad ante pérdidas por quitas, puede ser el causante de la falta de diversificación de las carteras de nuestros ahorradores. La identificación del activo sin riesgo con el depósito puede estar detrás de que los ahorradores no diversifiquen convenientemente su cartera.

La diversificación es siempre una medida considerada como apropiada y válida para rebajar el riesgo de las carteras. Nos atrevemos a decir que es la medida universalmente aceptada que permite rebajar el riesgo, valga la redundancia. Sin embargo, esto no se observa cuando nos fijamos en las pautas de comportamiento en materia de inversión en España. Las familias optan masivamente por los depósitos y concentran sus ahorros en los pasivos bancarios. Puede parecer un tanto arriesgado, incluso atrevido, decir que los depósitos y sus características de seguridad, son los causantes de que la mayor parte de inversores en España desprecie, incluso desconozca que la forma de reducir el riesgo es la diversificación y que anteriormente abordamos, al hablar de las claves de inversión.

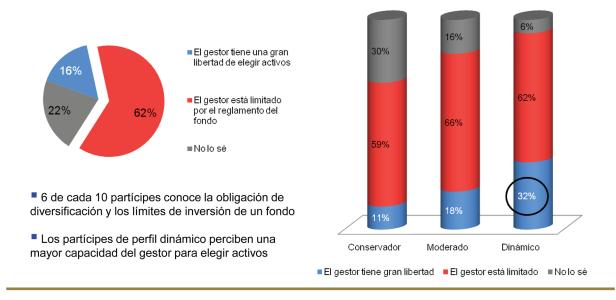
El aspecto de la diversificación es clave, pues si los gestores marcan como segundo aspecto más importante de cara a evaluar y elegir la gestora la seguridad, de acuerdo con el estudio de INVERCO, tan solo 6 de cada 10 partícipes conocen la obligación de diversificación y los límites de inversión de un fondo. Los límites de inversión, así como los coeficientes de diversificación, unido al hecho de ser patrimonios separados los del fondo, el partícipe, la gestora y la entidad depositaria, son las claves que se aluden en todo momento en cuanto a seguridad.

¿QUÉ VALORES CONSIDERA MÁS IMPORTANTES DE SU GESTORA DE FONDOS DE INVERSIÓN?

1	Rentabilidad
2	Seguridad
3	Experiencia

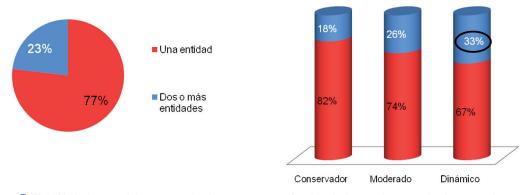
¿CÓMO SE GESTIONA UN FONDO DE INVERSIÓN?

Fuente: Observatorio INVERCO



Pero no es solo la diversificación de los activos o vehículos de inversión, sino también de los proveedores de los mismos, aquellos que surten de criterios y elementos de decisión para programar la inversión y acomodar sus carteras. Dado que el ahorrador percibe el depósito como activo sin riesgo, no busca diversificar y seleccionar las fuentes de asesoramiento, que hasta que se lleve a cabo la implementación de MIFID II, vienen coincidiendo con el comercializador. En este sentido, es de destacar que la mayor parte de los ahorradores que suscriben fondos de inversión lo hace con una sola entidad, tal y como pone de manifiesto la encuesta de INVERCO.

¿A TRAVÉS DE CUÁNTAS ENTIDADES COMERCIALIZADORAS TIENE SUS FONDOS DE INVERSIÓN?



- El 77% de los partícipes consultados compra sus fondos de inversión a través de una sola entidad. Solo el 23% lo hace a través de dos o más entidades
- Los partícipes dinámicos son los que más invierten a través de dos o más entidades

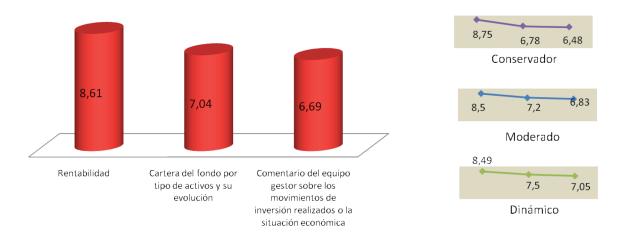
1.3.2.5. La rentabilidad como variable de elección y no como resultado de los condicionantes: horizontes temporales, limitaciones, riesgo, pero también gestor

Nos centramos ahora en la rentabilidad. Como se ha comentado anteriormente la rentabilidad es una variable dependiente y no independiente. La rentabilidad es el fruto de compaginar: horizonte temporal, limitaciones personales y nivel de tolerancia de riesgo. Sin embargo, esta realidad parece quebrarse o desconocerse cuando analizamos los motivos que más valora o interesa al partícipe de su fondo de inversión.

Así ante la pregunta lanzada por INVERCO en este aspecto, tal y como podemos ver el mayor interés radica en la rentabilidad.

¿QUÉ ES LO QUE MÁS LE INTERESA AL PARTICIPE SOBRE SU FONDO DE INVERSIÓN?

Fuente: Observatorio INVERCO.



- La rentabilidad es el aspecto al que más importancia dan los partícipes de fondos de inversión
- No hay grandes diferencias en el orden de importancia según el perfil del partícipe

Una de las cosas que más llama la atención es que valoran como elemento más importante la rentabilidad pero, sin embargo, no valoran los comentarios que realizan sobre la situación económica en la misma proporción. Deberíamos tener en cuenta que la rentabilidad que va a producir un fondo se basa precisamente en las condiciones futuras de la economía y la situación financiera. Claro que este aspecto no debe sorprender, pues, como vamos a ver posteriormente, la mayor parte de los partícipes no sabe quién gestiona un fondo y la mayor parte no tiene conocimiento de quién es el gestor del fondo.

Pero no solo es que el aspecto más relevante sea el de la rentabilidad, sino que además la rentabilidad es el criterio más relevante a la hora de comprar un fondo de inversión, independientemente del

perfil de riesgo, tal y como se veía en el punto anterior y tal y como realzamos todavía más al tener en cuenta que para el partícipe es la principal clave relevante.

¿QUÉ CRITERIOS CONSIDERA MÁS RELEVANTES A LA HORA DE COMPRAR UN FONDO DE INVERSIÓN?

Fuente: Observatorio INVERCO.

1	La RENTABILIDAD del fondo, comparada con fondos de la misma categoría
2	Los activos bajo gestión de la gestora y su CUOTA DE MERCADO en esta categoría de fondos
3	Un equipo prestigioso de GESTORES ESPECIALIZADOS en esa categoría
4	Si la entidad comercializa FONDOS DE OTRAS GESTORAS ESPECIALIZADAS en esa categoría

El orden de relevancia es igual para los tres perfiles de partícipes

Como es sabido, la rentabilidad de la inversión depende como se ha dicho ya de:

- Horizontes temporales: No hay nada más que ver la estructura de una cuarta de tipos de interés en cuanto al plazo para constatar que el horizonte temporal determina la rentabilidad.
- Limitaciones: Las limitaciones llevan a perfiles conservadores que disminuyen la rentabilidad, especialmente cuando sus horizontes temporales son a largo plazo e invierten en instrumentos, vehículos o activos de corto plazo.
- Riesgo: Los bajos niveles de diversificación hacen conformar carteras totalmente ineficientes con mucho riesgo por concentración y una rentabilidad inferior a la que le correspondería.

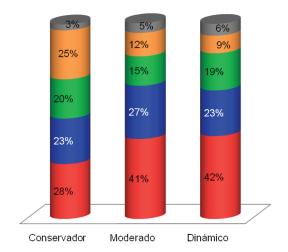
Pero con estas variables importantes hay una figura que hasta el momento no ha aparecido nada más que puntualmente y que no es otra que el gestor. El gestor en un vehículo de inversión activa, no indexada o pasiva, se vuelve un determinante de la rentabilidad. Sin embargo, el partícipe español no sabe muy bien quién gestiona su fondo, pues tan solo el 35% sabe que la gestión de un fondo de inversión la lleva a cabo un equipo de gestores. Ante este dato no debe extrañar que siete de cada diez participes no conozcan el equipo gestor del fondo.

¿QUIÉN GESTIONA LOS FONDOS DE INVERSIÓN?

Fuente: Observatorio INVERCO.

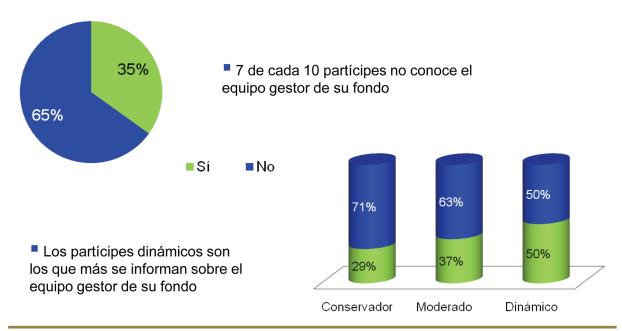


- Sólo el 35% de los partícipes sabe quién gestiona su fondo de inversión
- Los partícipes dinámicos y moderados son los que más conocimiento tienen sobre su funcionamiento



- Equipo de gestores profesionales
- Responsable de la entidad vendedora
- El comercial que ∨endió el fondo
- No lo sé
- Asesor independiente

¿SABE QUIÉN ES EL EQUIPO GESTOR O CONOCE A ALGUNO DE LOS GESTORES DE SU FONDO DE INVERSIÓN?



Por último, debería destacarse que es precisamente la rentabilidad el factor que más se sigue a la hora de escoger un fondo. Tal y como se desprende de la encuesta INVERCO a la hora de valorar la gestión:

Valoración de la gestión experta de los fondos de inversión

- Más de la mitad de los partícipes conoce dónde invierten los fondos de inversión, pero tienen escaso conocimiento sobre el equipo gestor. 7 de cada 10, no saben que estos productos son administrados por un equipo de gestores profesionales y especializados.
- A la hora de escoger un fondo, el partícipe valora su rentabilidad en comparación con otros de la misma categoría y el patrimonio que hay invertido en el producto, así como la cuota de mercado de la gestora en ese tipo de fondos.
- Las características que más le interesan al partícipe a la hora de seleccionar una gestora de fondos de inversión es que ofrezca rentabilidad, seguridad y tenga experiencia.

1.3.2.6. Fiscalidad del depósito frente a otras alternativas de inversión

Para terminar y ya que anteriormente hemos hablado de la rentabilidad, es necesario hablar de la fiscalidad. En este sentido, hay que decir lo que casi todos los manuales o libros de asesoramiento recogen: los fondos de inversión tienen una fiscalidad ventajosa. Este aspecto ventajoso nadie parece ponerlo en duda.

La ventaja de los fondos de inversión se basaría en los siguientes puntos:

- Son productos de capitalización que no reparten derramas, por lo que difieren la tributación de los resultados.
- Solo se tributa en el momento en el que el partícipe rescata y lo hace por la parte de los resultados del reembolso realizado.
- Al no tributar anualmente, en caso de no rescatarse, permite rentabilizar los impuestos no pagados y que son diferidos hasta el momento de su tributación.
- La exención de tributación en el traspaso entre fondos, por parte de las personas físicas, permite una posibilidad de gestión óptima, conforme a las condiciones de los mercados y los objetivos de los ahorradores.

Todos estos puntos destacados de la ventaja de los fondos sobre otras posibles inversiones son conocidos entre los profesionales de la inversión y los asesores, sin embargo, la afirmación no parece poderse generalizar cuando hablamos de ahorradores, ni siquiera, hecho muy llamativo, entre los partícipes de los fondos de inversión, si bien conviene señalar que su conocimiento mejora mucho cuando se va pasando de perfiles conservadores a moderados y por último a dinámicos. Esta última información viene corroborada al analizar el informe que el Observatorio INVERCO

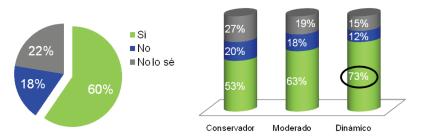
llevó a cabo durante 2012 y que fue dado a conocer bajo el título: *Partícipes: visión sobre los fondos de inversión y sus gestores.*

Respecto al diferimiento de la tributación los resultados que muestra el informe son que su conocimiento, aun siendo aceptable, no es todo lo conocido que debería. Como podemos ver a continuación:

¿ELTRATAMIENTO FISCAL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN LE PERMITE POSPONER EL PAGO DE IMPUESTOS HASTA QUE DECIDA REEMBOLSAR SU INVERSIÓN?

Fuente: Observatorio INVERCO.

- 6 de cada 10 partícipes saben que pueden posponer el pago de impuestos hasta que reembolsen su inversión
- Los partícipes dinámicos conocen más las posibilidades de diferimiento fiscal

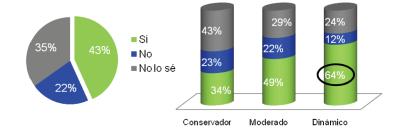


Este desconocimiento es aún y especialmente destacable cuando hablamos de la posibilidad de traspasar dinero de un fondo a otro sin tributar, pues solo cuatro de cada diez partícipes conocen este aspecto.

¿ELTRATAMIENTO FISCAL DE LOS FONDOS PERMITETRASPASAR SU DINERO A OTRO FONDO SIN COSTE FISCAL?

Fuente: Observatorio INVERCO.

- Sólo 4 de cada 10 partícipes saben que pueden cambiar de fondo sin tributar
- Los partícipes dinámicos tienen un mayor conocimiento del mecanismo de traspasos

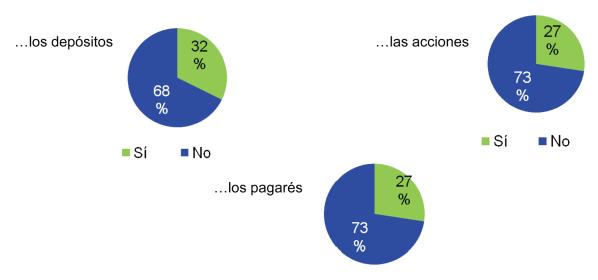


Evidentemente el desconocimiento de las características de tributación y las ventajas que ofrecen estos productos condicionan las decisiones de inversión, puesto que en el mayor de los casos los

inversores desconocen las ventajas de estos productos sobre otros posibles activos de inversión, aquellos que consideraríamos como inversiones directas: depósitos, acciones y pagarés.

EL FONDO DE INVERSIÓN TIENE MEJOR TRATAMIENTO FISCAL QUE...

Fuente: Observatorio INVERCO.



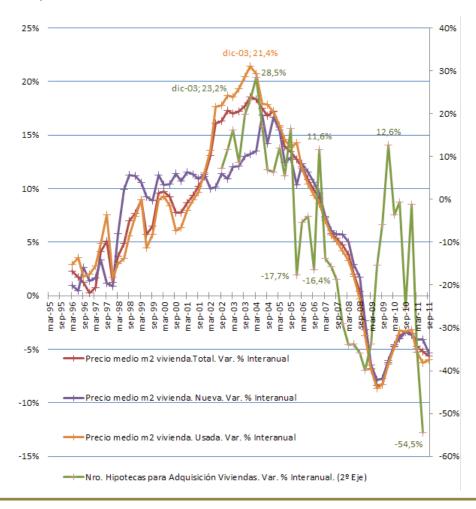
La mayoría de los partícipes, con independencia de su perfil, desconoce las ventajas fiscales de los fondos de inversión frente a otros productos

1.3.3. La inversión en vivienda

La aguda crisis económica iniciada en 2008 en España ha derribado uno de los mayores mitos entre nosotros: el precio de los inmuebles nunca puede bajar, siempre tiende a subir. Hasta este momento la inversión del patrimonio en inmuebles, tal y como hemos visto, era la preferida por los españoles. Hoy en día la caída del valor de la vivienda no solo ha provocado que las familias sean más "pobres", ya que algunas deben más al banco —que les financió la compra de las mismas— de lo que su propiedad vale, sino que incluso algunas personas se han visto incluidas en el registro de morosidad con las graves consecuencias que ello tiene, además de ser desahuciadas de sus hogares.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO MEDIO M2 VIVIENDAS/Nº HIPOTECAS EN ESPAÑA

Fuente: Banco de España.



El dicho popular de "el ladrillo nunca baja" se ha visto totalmente desmentido con la llegada de la crisis. En el siguiente gráfico extraído del informe de la Sociedad de Tasación del segundo trimestre de 2014 se puede apreciar como se ha comportado el precio de la vivienda nueva como de la total: usada más nueva.

EVOLUCIÓN DEL VALOR DE LA VIVIENDA

Fuente: Observatorio INVERCO.



Podemos advertir dos cuestiones:

- El precio de la vivienda nueva ha retrocedido hasta los niveles de 2004.
- El precio de la vivienda total, aquella que incluye en la evolución del índice, el retroceso es aún mayor dado que se encuentra en mínimos desde que la casa de tasación tiene registrado el índice. En el siguiente gráfico se advierte con mucha mayor claridad esta caída que se inició en el primer trimestre de 2008 y que aun cuando parece ralentizar el ritmo de caída, aún registra tasas negativas.

ÍNDICE GENERAL Y VARIACIÓN INTERANUAL-ESPAÑA

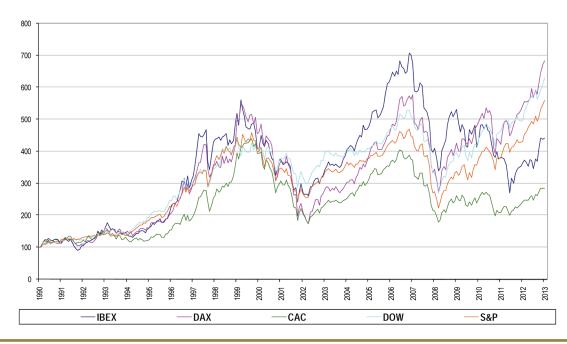
Fuente: Observatorio INVERCO.



Sin embargo, el retroceso experimentado en el precio de los activos financieros —analizando los **índices** bursátiles—, no se ha comportado de la misma manera. Aun cuando hay comportamientos dispares en algunos casos los **índices** han superado la crisis y se encuentran ya a niveles superiores a los del inicio de la crisis o como es el caso del Ibex, donde la caída de precios ha llevado al selectivo a situarse a niveles de 2004, pero no por debajo de estos años. Puede apreciarse la evolución de estos **índices** en el siguiente gráfico.

EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES 1990-2013

Fuente: Observatorio INVERCO.



Del mismo destacar:

- El índice Standard and Poor's y Dow Jones, los principales índices americanos, sin contar dividendos se encuentran en máximos y han superado los niveles previos a la crisis.
- En Europa los resultados son más dispares:
 - ♦ El Dax se encuentra en máximos como le ocurre a la economía norteamericana.
 - ♦ Cac e Ibex aparecen lejos de máximos, pero sus niveles son semejantes a los de 2004 y 2005.

Tal y como señala el informe de INVERCO: La caída del precio de los activos inmobiliarios durante la crisis y particularmente en los dos últimos años ha generado pérdidas importantes del valor de la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles, que disminuyó desde el 548% del PIB en 2007 hasta el 431% del PIB a finales de 2012 (último dato disponible) y previsiblemente en torno al 400% del PIB a finales de 2013.

1.3.3.1. Cuando el horizonte temporal a largo plazo es realmente una inversión para la transmisión patrimonial a futuras generaciones

Un aspecto que merece al menos un pequeño comentario es la de la vivienda como vehículo de transmisión patrimonial a los herederos. Durante mucho tiempo las familias veían en la vivienda un activo óptimo para llevar a cabo herencias, sin embargo, esto también ha cambiado. Así recientemente hemos conocido que las renuncias a las herencias cargadas de deudas aumentan un 83% en cuatro años.

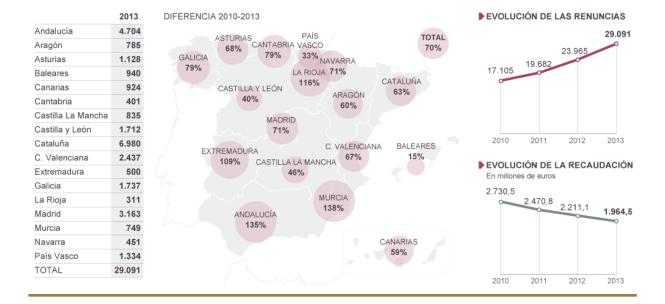
Debemos tener presente que éste es un hecho creciente, especialmente en los cuatro últimos años, aquellos que van desde el ejercicio 2010 hasta el 2013.

Cabe destacar que en la mayor parte de los casos la renuncia se produce porque la misma viene acompañada de una importante carga de deudas, de la cual la principal, y como comentan desde los Colegios Notariales suele ser la hipoteca de la vivienda. Debe tenerse presente que cuando se acepta una herencia se acepta la totalidad de los derechos y obligaciones de la misma. En el caso de las hipotecas el heredero asumiría frente al banco la totalidad de la deuda y su pago. Sin ánimo de extendernos recordar tan solo que las renuncias se califican en el argot notarial como "pura" y "simple" tanto de las herencias como de las legítimas, incluida la futura. Se dejan al margen aquellas de "a beneficio de inventario" y cuyo número es muy pequeño. Las primeras son las que asumen la práctica totalidad de los descendientes de fallecidos que reciben como herencia unas deudas cuyo montante es superior al de los bienes, sean cuales sean estos.

El siguiente cuadro, realizado por el diario El País refleja claramente lo que estamos comentando:

RENUNCIAS DE HERENCIAS

Fuente: El País.



Esta situación todavía puede tener un mayor impacto en el futuro dado que en el *Informe Lagares* elaborado para la reforma fiscal encontramos la propuesta de que el Impuesto de Sucesiones y Donaciones se reordene entre las comunidades, estableciendo un tipo mínimo para evitar la competencia fiscal. El temor a este nuevo marco ha llevado a que actualmente muchos particulares residentes en las comunidades que menos paguen estén adelantando la transmisión a sus herederos mediante donaciones.

1.3.3.2. El efecto apalancamiento en la vivienda o el desprecio por el riesgo: desahucios y ficheros de morosidad

Que la rentabilidad de la inversión en vivienda no solo pueda bajar, sino que de hecho pude que caiga, como ha quedado puesto de manifiesto anteriormente, no puede ocultar una realidad mucho más preocupante y es que la mayor parte de este tipo de inversión, especialmente la vivienda en propiedad, se financia a través de préstamos hipotecarios. Si hasta el momento se ha popularizado una palabra inglesa hipotecas *subprime* la situación actual está dejando una nueva palabra que es la hipoteca *under water*.

Este concepto de hipoteca no tiene nada que ver con el riesgo de quien contrae la misma como hemos comentado, el concepto hace referencia a las hipotecas donde el valor de una vivienda es inferior al del capital vivo de préstamos que las financia. La deuda que contrajeron con el banco supera ahora el valor de su vivienda. Esa deuda ya no se puede saldar entregando la vivienda a la entidad. El contrayente se encuentra acuciado por el ahogo de sus pagos pendientes, bajo el agua: under water. Dicho en términos económicos: la hipoteca está en negative equity.

Esta idea fue lanzada en 2010 por la agencia de calificación americana Standard & Poor's. La agencia de calificación alertaba entonces de que el problema de las hipotecas de valor superior a la vivienda hipotecada empezaba a ser importante en España: El 19,6% de los hipotecados deberá más dinero al banco de lo que vale su casa (negative equity) en un escenario de caída del precio de la vivienda del 30%, según un estudio realizado por Standard & Poor's. S&P estimaba que la media se sitúa actualmente en el 65% del valor de adquisición, pero que una quinta parte de los hipotecados se encuentra ya por encima del 90% por la caída de precios acumulada hasta la fecha. Y éstos son los que corren peligro de entrar en pérdidas si la vivienda sigue bajando.

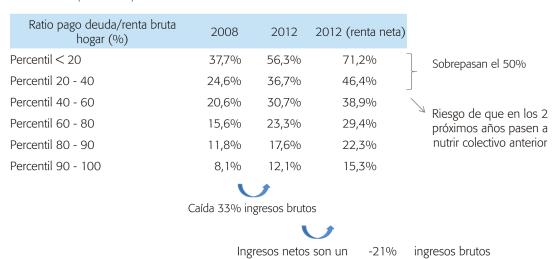
Uno de los estudios que mejor recoge estas características y al que haremos mención es el de *Desahucios y dación en pago: estimación del impacto sobre el sistema bancario*, de María Romero. En este sentido, resulta necesario resaltar y dar a conocer el siguiente párrafo: "La principal y más directa consecuencia de esta situación tan dramática (hace referencia a la tasa de paro y el hecho de que el 3,7% de los hogares no reciba ningún tipo de ingreso), en un país con un alto nivel de endeudamiento de los hogares (el 23% de los hogares en 2008 tenía una deuda tres veces superior a sus ingresos anuales), es el preocupante aumento de las dificultades para hacer frente al pago de las cuotas hipotecarias. Así, por ejemplo, según los datos del Consejo General del Poder Judicial,

desde el inicio de la crisis y hasta el tercer trimestre de 2012, el número de ejecuciones hipotecarias se ha elevado hasta las 417.000 unidades, mientras que el de desahucios y lanzamientos ha superado ya las 529.0001 unidades, en el primer caso, y las 216.000 unidades, en el segundo".

El informe pone de manifiesto, también la precaria situación de los hogares españoles, algo que queda de manifiesto en los dos siguientes cuadros:

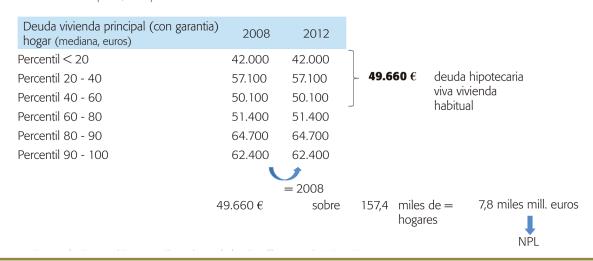
ESTIMACIÓN DEL NUMERO DE HOGARES HIPOTECADOS EN ESPAÑA CUYA CUOTA HIPOTECARIA ES SUPERIOR AL 50% DE SU RENTA

Fuente: Banco de España, INE y AFI.



ESTIMACIÓN DE DEUDA HIPOTECARIA VIVA PARA LA VIVIENDA HABITUAL E IMPACTO EN TASA DE MOROSIDAD DERIVADO DE LA PARALIZACIÓN DE LOS DESAHUCIOS

Fuente: Banco de España, INE y AFI.



Toda esta situación ha abierto un profundo debate sobre la dación en pago, pero hasta el momento lo que hemos tenido han sido desahucios, daciones en pago e ingresos de personas en ficheros de morosidad, algo que es tremendamente grave pues les imposibilita para pedir crédito en el futuro.

No existen en estos momentos estadísticas fiables sobre esta cuestión. Desde mediados de 2013 el Banco de España ha comenzado a realizar una nueva estadística sobre esta importante cuestión (ver en el Banco de España: Nota informativa sobre la presentación de una nueva estadística de procesos de ejecución hipotecaria sobre viviendas). En todo caso parece relevante publicar el cuadro que el propio banco estimaba con datos relativos al 2012:

DATOS INVERSIÓN INMOBILIARIA

Fuente: Banco de España. Datos relativos a 2012.

	VIVIENDA Habitual	OTRAS VIVIENDAS	TOTAL VIVIENDAS
I. NÚMERO DE HIPOTECAS A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA A 31-12-2012*	5.140.645	629.438	6.770.083
2. ENTREGAS DE VIVIENDA	32.490	6.577	39.167
2.1. ENTREGAS VOLUNTARIAS	18.325	2.647	20.972
DE LAS QUE: DACIÓN EN PAGO	14.110	1.716	15.826
2.2. ENTREGAS JUDICIALES	14.165	4.030	18.195
2.2.1. ENTREGAS JUDICIALES CON VIVIENDA VACÍA	11.760	3.467	15.227
2.2.2. ENTREGAS JUDICIALES CON VIVIENDA OCUPADA**	2.405	563	2.968

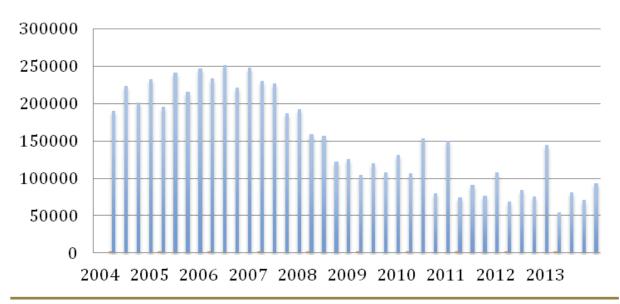
^{*} Hipotecas registradas en entidades de la muestra.

Por último, la estadística de evolución de transacciones de vivienda proporcionada por el Ministerio de Fomento, para que el lector tenga una visión de cómo están funcionando las transacciones del mayor activo que la familia tiene en su patrimonio.

^{**} En las entregas judiciales de viviendas ocupadas, se requirió la intervención de la fuerza pública en 355 casos en viviendas habituales y en 109 casos de otras viviendas.

TRANSACCIONES DE VIVIENDAS

Fuente: Ministerio de Fomento.



1.3.4. Retos después de la crisis

1.3.4.1. La realidad actual del mercado laboral y el paso hacia la necesidad de invertir y diversificar

Quizá sea una de las frases más repetidas desde que la crisis se hiciera presente en el verano de 2007, pero no por ello debe dejar de resaltarse, es la de que después de esta crisis nada será igual que antes de ella. No vamos a hacer aquí un detalle de todo lo que está crisis ha cambiado y removido, pero sí resaltar algunas cuestiones que el inversor en estos momentos debe tener presente de cara a dar la importancia que el ahorro tiene y las necesidades de planificación del mismo.

Esta afirmación alcanza, en primer lugar, al mercado laboral y de ella nos ocupamos a continuación. Destacar que la situación del mercado laboral es totalmente diferente al que había anteriormente, actualmente el mercado laboral es mucho más dinámico que lo era anteriormente y a la vez goza de menor protección o si se prefiere de mayor precariedad. Asimismo, el aumento de los trabajadores autónomos debe llevar a este colectivo a tener en cuenta que su facturación, la fuente de sus rentas, es mucho más imprevisible que la de un trabajador por cuenta ajena.

Actualmente para un trabajador, ya sea por cuenta propia como ajena, el concepto de liquidez de emergencia cobra una enorme transcendencia, debido a los cambios operados en el mercado laboral. Como es conocido este concepto, liquidez de emergencia, hace referencia a la necesidad de que una persona puede hacer frente con su ahorro a aquellos gastos no renunciables (impuestos,

pensiones de manutención, cuotas hipotecarias, gastos del hogar, etc.) si se produjera una merma sustancial de las rentas de trabajo, incluso si no se percibiese. No existe un volumen determinado o prefijado, pero la mayor parte de manuales de inversión estiman que el volumen de esta liquidez de emergencia debería ser suficiente como para hacer frente a estos gastos entre cuatro y seis meses para un trabajador por cuenta ajena y seis y nueve meses para un autónomo.

Hoy en día todos los trabajadores deberían ir dotando fondos e irlos invirtiendo para de esta forma ir conformando la liquidez de seguridad. Está claro que la seguridad de estas inversiones debe ser alta y debe contar con la máxima liquidez. Como ya hemos venido repitiendo seguridad en inversiones se llaman diversificación.

Un aspecto crucial de estos cambios y relacionado con el del mercado laboral es el de protección o la pensión. Dado que estos cambios se producen no solo por la crisis, sino especialmente por el cambio de la pirámide de población, de la que nos ocupamos en el punto 2.1.4.5.

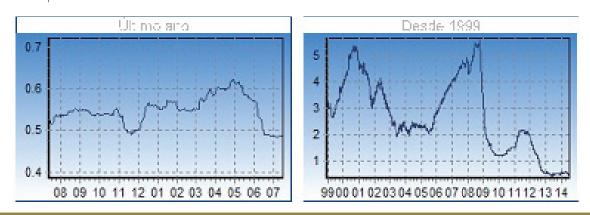
1.3.4.2. La búsqueda de rentabilidad ante un contexto prolongado de tipos bajos

Otro de los puntos que merece una mención es el entorno de tipos de interés. Tal y como estamos viendo, la actual va ser de una resolución muy larga en el tiempo, las constantes de la misma parecen ser tasas de crecimiento bajas y niveles de precios muy contenidos, lo que se ha venido a llamar desinflación.

La mezcla de estas dos variables nos lleva a prever un contexto de tipos muy bajos en un futuro.

EVOLUCIÓN DEL EURIBOR A DOCE MESES

Fuente: http://es.euribor-rates.eu/



El propio Banco Central Europeo se hace eco de esta idea y reconoce que los tipos van a permanecer durante mucho tiempo a niveles muy reducidos, de hecho así lo anunció en la reunión de junio después de rebajar los tipos hasta el 0,15%.

Bien es cierto que la oferta de depósitos en nuestro país ha contado con unos tipos por encima claramente del Euribor a doce meses, sin embargo no parece que esto se vaya a seguir produciendo. Recordemos que el propio Banco de España, a partir de enero de 2013, limitó en forma de recomendación los tipos máximos a ofrecer, en un primer momento sólo fueron los depósitos, pero luego se fue ampliando a más productos relacionados con el ahorro que comercializaba la banca española.

Tipos máximos recomendados por el Banco de España para pasivos y activos bancarios emitidos por las entidades de crédito a partir del 1 de enero de 2013.

TIPO DE PRODUCTO	DURACIÓN	RENTABILIDAD
	12 MESES	1,75%
DEPÓSITOS	24 MESES	2,25%
	MÁS DE 24 MESES	2,75%
PAGARÉS	12 MESES	1,75%
BONOS	12 MESES	1,75%
CUENTAS CORRIENTES	12 MESES	1,75%

Ante esta situación, el ahorrador debe tener presente que con cada vez mayor frecuencia no puede limitarse a mantener su dinero en depósitos y es necesario conformar una cartera de inversión.

1.3.4.3. La inversión como necesidad, pero respetando: objetivos, horizontes temporales, limitaciones, riesgo

El cambio en el mercado laboral, la situación de la seguridad social y el entorno de unos tipos de interés muy bajos, deberían llevar a los individuos a incrementar las tasas de ahorro incorporándolos como una partida más de sus presupuestos familiares. Además, el ahorrador debería interiorizar que no es adecuado mantener todo su dinero en depósitos bancarios, sino que es necesario una diversificación de las inversiones. Una vez más señalamos que no se trata de sustituir el depósito por otras inversiones, sino la de realizar una cartera de inversión donde el depósito puede tener perfecta cabida.

Ahora bien, esa cartera de inversiones debe responder a la consecución de unos objetivos, tal y como hemos vistos anteriormente, los objetivos que en la situación actual son mucho más fáciles de delimitar.

Son esos objetivos los que darán el horizonte temporal de las inversiones, los niveles de riesgo que las inversiones asignadas a cada uno de ellos tendrán y todo ello dentro de las limitaciones, especialmente en cuanto a cultura financiera, que el inversor o ahorrador presenta. Precisamente la inclusión en la primera parte de este estudio de los parámetros que deben regir las recomendaciones o la conveniencia o no de llevar a cabo las inversiones constan en la primer parte de este estudio.

La solución a todo ello es la planificación financiera, planificación que la MIFID II puede potenciar ante las nuevas exigencias de separar asesoramiento y comercialización.

Nunca se debería realizar una cartera buscando sólo rentabilidad, la rentabilidad de la cartera es fruto de los parámetros de inversión contemplados para la consecución de los objetivos.

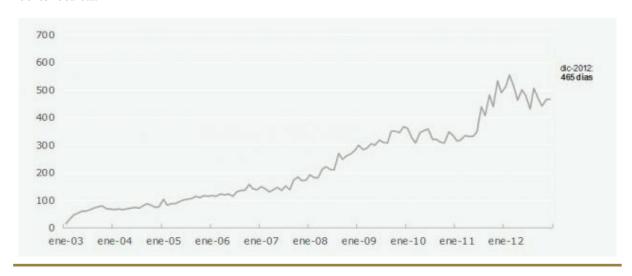
1.3.4.4. Una necesidad básica que no cubre la vivienda en el nuevo mercado laboral: la emergencia de liquidez

Algo que anteriormente pasaba desapercibido pero que hoy ha cobrado gran importancia es la liquidez de las inversiones, o si se prefiere la posibilidad de convertirlas en dinero.

Frente a una liquidez prácticamente inmediata de los activos financieros, especialmente el depósito, la vivienda presenta problemas de iliquidez claros. Nuevamente nos enfrentamos a la falta de estadísticas sobre esta cuestión vital, pero el portal *Idealista* nos da una visión de este aspecto en el siguiente cuadro.

TIEMPO INVERTIDO EN VENDER UNA VIVIENDA

Fuente: Idealista.



Resaltar los aspectos principales pues a nuestro juicio son tan claros que no hace falta mayor comentario que en el propio artículo se realiza:

- El tiempo medio de permanencia de las viviendas se ha multiplicado por 33 veces en la **última** década, pasando de 14 días en 2003 a los 465 días actuales.
- El último lustro de crisis, el tiempo se llegó a triplicar pasando de alrededor de 173 días en diciembre de 2007 a más de 556 días en febrero de 2012. Desde entonces, el tiempo se ha mo-

derado hasta los 465 días de finales del pasado año. En esta reducción intervienen varios factores, como, por ejemplo, que los bancos están siendo los principales vendedores de viviendas y tardan menos tiempo que los particulares en transmitir el inmueble, que muchos propietarios han tomado conciencia de la situación y han rebajado de forma clara el precio de sus inmuebles facilitando la transacción.

Pero con ser estos datos lo suficientemente impactantes, lo principal viene ahora: "estos datos pertenecen a las viviendas que se venden, porque hay algunas casas que superan con creces ese tiempo de permanencia en la base de datos de Idealista".

Para hacernos a la idea de cómo funciona el mercado compraventa de viviendas nada mejor que la estadística del Ministerio de Fomento de transacciones inmobiliarias correspondientes al cuarto trimestre de 2012:

- Entre octubre y diciembre de 2013 se vendieron 93.438 viviendas, lo que representa una caída del 30,6% frente al cuarto trimestre de 2012.
- En el año 2013 las transacciones inmobiliarias de viviendas realizadas ante notario, ascendieron a 300.349, lo que supone una caída frente al 2012 de un 17,4%.

1.3.4.5. La necesidad de la previsión social

Una de las mayores preocupaciones que en estos momentos se plantea entre la población en España es cuál será la situación de una persona una vez que abandone el mercado de trabajo por cuestión de edad: la jubilación.

Son muchos los que desconocen que el esquema de la Seguridad Social es el de un "reparto de caja". La caja de reparto consiste en un acto de solidaridad por la que las trabajadores en activo pagan a los pasivos o jubilados sus pensiones. Por tanto, hay que descartar la creencia de que las cuotas que se aportan a la seguridad social son cantidades propias. Esto último, las cantidades aportadas son cantidades propias, sería un sistema conocido como de aportación definida, propio de esquemas de previsión social privada. Para valorar el sistema de caja y la solvencia del mismo es necesario acudir a las pirámides de población o distribución por segmentos de edad de la población activa de un país.

La población española es de las más envejecidas no solo de Europa sino del mundo. Los llamamientos por parte de organizaciones como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), o la propia Unión Europea (UE), son cuanto menos constantes, llamativas y alertan del problema tendremos que en el medio plazo. Contrastan estas alertas con las que el Ejecutivo o agentes sociales, como los sindicatos, emiten. La situación actualmente es de máxima preocupación, solo en el ejercicio 2012 la Seguridad Social ha tenido que recurrir a la hucha de las Mutualidades de Previsión y de la denominada "Hucha General" en una cuantía nada desdeñable.

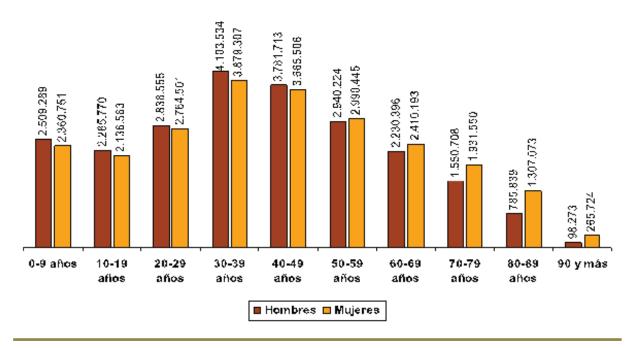
Para que el lector tenga un mínimo conocimiento de la situación nos referiremos a los datos hechos públicos por el Instituto Nacional de Estadística (INE), concretamente a la estadística conocida como: Censo de Población y Viviendas 2011. De este informe copiamos textualmente:

- Un país cada vez más envejecido: La masiva llegada de población extranjera (mayoritariamente más joven que la española) no ha impedido que en los 10 años transcurridos desde el último censo la edad media haya aumentado en 1,5 años.
- Agrupando la población en grandes grupos de edad se observa, durante estos 10 años el incremento del peso relativo de la población de 40 a 64 años y la disminución del peso relativo de la población en edades de 16 a 39 años.
- (...) Por cada persona en edad no activa, hay casi exactamente dos personas en edad de trabajar.
- Las generaciones más numerosas, que en el censo de 2001 estaban en torno a los 25 años, se sitúan ahora en torno a los 35 años de edad.

Asimismo incorporamos dos gráficos donde a nuestro modo de ver es innecesario comentario alguno:

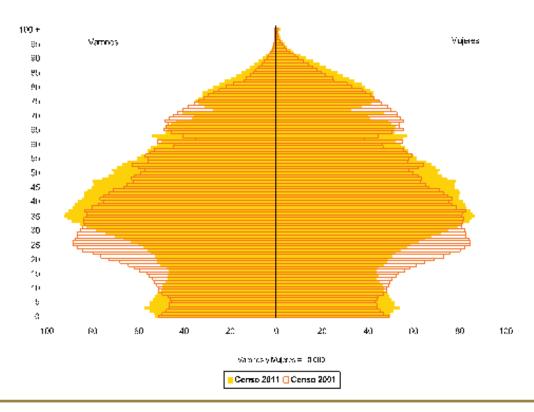
POBLACIÓN POR SEXOY GRUPOS DE EDAD 2011

Fuente: INE.



PIRÁMIDE DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA

Fuente: INE.



La situación se agrava aún más si tenemos en cuenta la incidencia de la crisis iniciada en el 2007 y su impacto en el mercado laboral. En este sentido, el INE nos proporciona una estadística válida como la Encuesta de Población Activa (EPA), del cuarto trimestre de 2012.

De este informe destaco el siguiente titular: El número de activos disminuye en 176.000 personas, principalmente entre los jóvenes menores de 25 años. La tasa de actividad desciende 32 centésimas hasta el 59,80%.

Ante las dificultades de la Seguridad Social en el año 2013 se han llevado a cabo importantes modificaciones, estas modificaciones son conocidas como el factor de sostenibilidad y sobre el cual pueden encontrar más información en la web de la Seguridad Social. A continuación se expone en que han consistido las dos principales modificaciones, atendiendo a la idea del factor de sostenibilidad:

• En primer lugar, se ha propuesto modular el importe de las pensiones en función de la esperanza de vida de cada generación en el momento de la jubilación, es el conocido como Factor de Equidad Intergeneracional y que afectara a los próximos jubilados. Básicamente lo que viene es a reducir la pensión actual en función del incremento de vida de la persona en el momento

de jubilarse, por lo que a partir de su aplicación las nuevas generaciones verán cómo se acortará la pensión que se cobra.

$$FEI_{j,t+s} = \frac{e_{j,t}}{e_{j,t+s}}$$

donde:

 $e_{j,t+s}$ es la esperanza de vida a partir de los j años de un trabajador que se jubila en un momento determinado t+s.

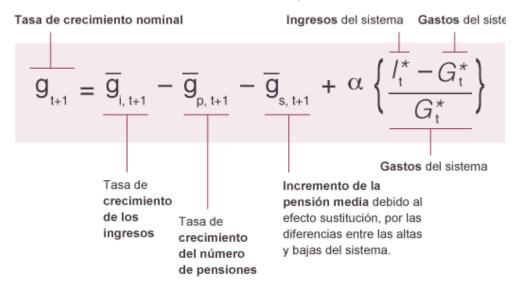
 $e_{j,t}$ es la esperanza de vida de otro trabajador similar que también se jubila a la edad j pero s años antes.

En segundo lugar, se han des-indexado las pensiones al IPC, a partir de la entrada en vigor las pensiones se actualizarán mediante el denominado Factor de Revalorización Anual (FRA). El FRA pretende que la revalorización de las pensiones se produzca teniendo presente el número de pensiones existentes y lo que se denomina efecto sustitución o variación entre pensionista nuevo y pensionista que deja el sistema. El FRA es una restricción normativa para que a largo plazo se igualen gastos con ingresos, poniendo un suelo de revalorización del 0,25% y un máximo del IPC más el 0,25%.

LA NUEVA FÓRMULA PARA REVISAR LAS PENSIONES

Fuente: El País.

Fórmula del factor de revalorización anual de todas las pensiones.



La barra (—) encima de las tasas de crecimiento indica que éstas se calculan como una med móvil aritmética. El asterisco (*) indica que los ingresos y gastos se calculan como una med móvil geométrica.

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA. CUARTO TRIMESTRE 2012

Fuente: INE.

	Trimestre actual	Variación sobre el trimestre anterior		Variación sobre gual trimestre del año anterior	
		Diferencia	Porcentaje	Diferencia	Porcentaje
1. Población de 16 años y n	nás por sexo y re	lación con l	la actividad		
económica					
AMBOS SEXOS					
Población de 16 años y más	38,333,0	-87,3	-0,23	-175,1	-0.49
Activos	22,922,4	-175.0	-0,7ê	-158,7	-U,69
- Ocupados	16,957,1	-353,3	-2,19	-B50,S	-4.73
- Parados	5.965,4	187,3	3,24	891,7	13 1.
nactivos	15,410,8	88,7	58,0	-16,4	-0.1
Tasa de actividad	59,80	-0,32	-	-u.14	
Tesa de paro	28,02	1,01	-	9.18	
Población de 16 a 64 años	30.349.4	-115.8	-0,38	-318,1	44, ۱ -
Tesa de ectividad (16-64)	75,00	-0,25	-	0.26	
Tasa do paro (16-64)	26,18	1,01	-	3,19	
		-0,97		-2.19	

La realidad es que actualmente la Seguridad Social cuenta con 1,9 cotizantes por pensionista, las pensiones no se actualizan al IPC, algo, por otra parte, totalmente lógico desde el punto de vista económico, la esperanza de vida y el aumento de las necesidades de las personas, la dependencia y las enfermedades como el Alzheimer, que están directamente en relación con el alargamiento de la vida, la incorporación a la vida laboral es cada vez más tardía y, en algunos casos, las hipotecas están vivas más allá de la jubilación. En pocas palabras la pensión de jubilación y el complemento de la misma es hoy una necesidad para cualquier persona cuya vida dependa de las rentas del trabajo. Por otra parte, en contra de los mensajes que se lanzan sobre la previsión social voluntaria, insisto que la misma no es para personas ricas o de altos patrimonios, es para todos aquellos que su fuente de rentas depende directamente de los rendimientos salariales. ¿Cree usted que Amancio Ortega, máximo accionista de Inditex, tiene alguna preocupación por su pensión? Prácticamente todas las personas, salvo precisamente las ricas, necesitan tener en cuenta esta cuestión y especialmente las personas que son despedidas con una edad superior a 55 años y se encuentran con un capital por indemnización y/o prejubilación, algo tristemente cada vez más corriente.

De cara a la planificación de la jubilación conviene tener presente que la proporción de ingresos que se destinan al consumo, frente inversión o hijos, es mayor y especialmente en bienes no duraderos. Este tipo de consumo se va ajustando cada vez más a las necesidades vitales y de ocio, dado que se tiene más tiempo libre y las condiciones de vida han experimentado una franca mejoría.

La planificación de la jubilación encuentra sus variables en:

- El nivel de ingresos debe ser suficiente para afrontar los gastos propios de esta etapa de la vida. El análisis de los gastos familiares nos dará una idea muy aproximada de las necesidades de recursos a contemplar en esta etapa (ver estado de ingresos y gastos más adelante).
- Horizonte temporal y generación de flujos de tesorería. Con demasiada frecuencia leo que una persona que se jubila necesita tener su fondo de pensiones en el corto plazo, estimo esta afirmación como totalmente desechable, por no decir falsa. Realmente alguien que tiene 65 años se jubila y su esperanza de vida es de 80 años necesita una cartera totalmente invertida en el corto plazo, como muchas veces se lee o escucha en las recomendaciones, necesitará tener una parte en el corto para hacer frente a sus necesidades más próximas, por ejemplo 2-3 años, luego otra a medio y largo y plazo es decir de tres a ocho, y otra a más de ocho.
- La pensión esperada de la Seguridad Social.
- Necesidad de cubrir la diferencia entre pensión y necesidades de ingresos para mantener el nivel de vida deseado.

El horizonte temporal estará determinado entre la edad de jubilación y la esperanza de vida. Sobre la primera conviene recordar que actualmente, y salvo modificación de la edad de jubilación ordinaria, hasta ahora fijada en los 65 años, se elevará a 67 años para todos los trabajadores que abandonen el mercado laboral a partir del año 2027. Pero en los 15 años precedentes, se abre un periodo transitorio para su entrada en vigor, de forma que las personas podrán dejar un poco antes el mercado laboral. Desde 2013 a 2018 se añadirá un mes más cada año, y dos meses por año desde 2019 a 2027. De esta forma, en el peor de los casos, una persona que se jubile en 2013 podrá empezar a cobrar la pensión con 65 años y un mes; en 2014, con 65 años y dos meses; en 2019, a los 65 años y ocho meses... y así sucesivamente.

Un caso especial y a tener muy presente son las necesidades de una persona que desea jubilarse anticipadamente o parcialmente. El Gobierno ha concretado sus planes para endurecer el acceso a la jubilación anticipada, sin embargo, en el momento de escribir todavía no se ha procedido a su aprobación. Las líneas maestras inciden en aumentar el periodo mínimo de cotización exigido, elevar la edad mínima dos años más; 61 años o 63, y reducir la pensión recibida. El borrador respeta las dos grandes modalidades de jubilación anticipada que se fijaron en 2011: la forzosa (afectados por despidos) y la voluntaria. Sin embargo, endurece ambas. En el primer caso, establece que la edad mínima de acceso siempre será cuatro años menos que la edad legal, ahora 65 años y un mes. Ambas crecerán de forma paralela hasta que en 2027 se sitúen en 63 y 65. También aumenta el periodo mínimo de cotización, de 30 años a 33. Y, además, crea nuevos coeficientes de reducción. En la reforma de 2011, se establecen dos: 7,5% menos de pensión por cada año que el trabajador se jubile antes de la edad legal si ha cotizado menos de 38,5 años y un 6,5% si lo ha hecho más. El borrador fija cuatro: 7,5% para los que han cotizado 38,5 años; 7% para quienes lo han hecho entre 38,5 años y 41,5; 6,5% entre 41,5 y 44,5; y 6% para el resto.

Para las jubilaciones anticipadas voluntarias el ajuste es más drástico. El periodo de cotización es el mismo, pero sube la edad mínima a 65 años desde el 1 de abril y establece mayores reducciones entre el 8% y el 6,5%, según el periodo cotizado.

También hay cambios sustanciales en la jubilación parcial. Se aumentará gradualmente la edad hasta que en 2027 se llegue a 63 o 65 años, según se hayan cotizado al menos 36,5 años o 33, respectivamente. También se subirá el tiempo de trabajo del empleado jubilado, entre el 25% y el 50% de la jornada, aunque podrá extenderse hasta el 75% si el sustituto tiene contrato indefinido. Esta última medida pretende hacer más llevaderos los cambios al sector del automóvil, el que más recurre a esta jubilación.

Por último, y para no agrandar el presente estudio, otro caso que creemos interesante tener presente es el de la mujer trabajadora y que en muchos casos no ha sido todo lo ampliamente tratado que debería serlo. Como se comenta en el informe: *Impacto de las pensiones en la mujer. Jubilación y calidad de vida en España*, de Vida Caixa, "el principal desafío al que se enfrenta la sociedad española en los próximos años, es el de garantizar el poder adquisitivo de las personas que se jubilan. La crisis económica repercute, a corto plazo, en la viabilidad del sistema de pensiones, y factores como el aumento de la esperanza de vida o las bajas tasas de natalidad, ponen en riesgo la sostenibilidad del sistema y la calidad de vida de las generaciones futuras. La propia OCDE, en su informe global de 2013, alerta del riesgo de pobreza de los futuros pensionistas. Una pobreza cuya cara más visible es su feminización, por las repercusiones que tiene para el conjunto de la sociedad. Un reciente estudio de la Comisión Europea destaca que las mujeres cobran de media una pensión pública un 39% inferior que la de los hombres. En el caso español, esta diferencia se sitúa en el 34%".

Estas causas repercuten directamente en el cálculo de la cuantía de su pensión, haciendo más vulnerables a las mujeres en la etapa de su vida que requiere una mayor protección. La afirmación realizada de la feminización no es gratuita puesto que existen factores que siempre son destacados en este aspecto en innumerables estudios como son:

- 1. Menor presencia o participación de las mujeres en el mercado laboral.
- 2. Menor tiempo dedicado al trabajo remunerado:
 - Menos horas trabajadas (utilizan más los trabajos a tiempo parcial).
 - Menos años trabajados (interrumpen su trayectoria profesional para atender a sus familias).
- 3. Menores ingresos que los hombres.
- 4. Mayor esperanza de vida de las mujeres.

Aunque sea de forma testimonial no queríamos dejar pasar la ocasión para marcar esta característica.

1.3.4.5.1. Vivir del capital y la renta acumulada

En el punto anterior hemos querido manifestar los hándicaps que la Seguridad Social pública tiene en España. Esta situación no es novedosa y está recogida en prácticamente todos los estudios económicos que existen, pero además el análisis se complica si vemos la situación global del Estado, el garante último de las pensiones. En los próximos años el Estado ha de afrontar la amortización de la deuda pública, donde la evolución apunta claramente a sobrepasar el 100% sobre PIB y la reducción del desempleo mediante políticas expansivas que puede recortar la recaudación de la Seguridad Social como es el caso de la "cuota plana" para nuevos contratos fijos. Como hemos comentado en la nueva reforma del sistema pretende asegurar equilibrios presupuestarios frente a un déficit creciente, pero los trabajadores deberían llevan a cabo una política más activa y de previsión con sus ahorros para hacer frente a los retos futuros y no fiarlos a las últimas reformas.

Ante esta situación, la personas no deberían dejar el futuro en manos de la pensión de la Seguridad Social y desde el primer momento de la incorporación al mercado laboral deberían iniciar o suscribir productos de inversión y ahorro a largo plazo incluso, vinculados a la previsión social voluntaria.

Como hemos comentado anteriormente, la familia española destina casi el 80% del ahorro a la inversión inmobiliaria, es decir la mayor parte de su ahorro va al ahorro no financiero, algo que no ocurre en otros países. Pero a la hora de ahorrar y planificar las inversiones debería tenerse presente que el ahorro destinado a la vivienda, previsiblemente, va a ser muy difícil su movilización o monetización por ello lo óptimo parece que el mismo se dirija a ahorro financiero.

En este sentido, cobra especial importancia y relevancia cuando se planifica el denominado ciclo de vida. Es este uno de los aspectos más estudiado en la planificación financiera y en el conocimiento del cliente ha sido el denominado "etapas del ciclo de la vida" dada su trascendencia.

Si bien sus planteamientos no pueden extenderse a todas las personas, si es cierto que nos pone de relevancia aspectos muy importantes a tener en cuenta en función de la edad del inversor y por el conjunto de variables "estandarizables" y deberían ser conocidos por todas las personas que están realizando ahorros para su pensión.

En el ciclo de la vida se distinguen tres etapas en función de la edad del inversor: fase de acumulación "inversor joven", fase de consolidación "inversor maduro" y fase de prestación "inversor en la tercera edad"

• Características del inversor en la fase de acumulación o inversor joven:

- ♦ Su nivel de ahorro frente a su renta (generalmente de trabajo) es bajo.
- ♦ Está conformando su patrimonio, donde generalmente se comienza por la adquisición de una vivienda.

- ♦ Horizonte temporal muy alto.
- ♦ Necesidades de rentabilidad altas (superiores a la inflación).
- ♦ Aun cuando no necesita ingresos recurrentes de su cartera, necesita que su liquidez sea alta para posibles imprevistos.
- No le importa arriesgar parte del principal durante periodos prolongados de tiempo.
- ◊ Pocas necesidades específicas, pero con grandes dosis de aprendizaje.
- Necesita gestores con una amplia experiencia en gestión patrimonial y financiera.
- ♦ El aspecto fiscal pasa a un segundo plano.
- Desde el punto de vista de gestión financiera la política más común es configurar el patrimonio concentrándolo en renta variable con una diversificación mayor o menor en renta fija o monetaria, según la decisión oportunista del momento, de cara a imprevistos. Es un inversor poco sofisticado y sin conocimientos ni experiencia por lo que los instrumentos han de ser muy básicos.

• Características del inversor en la fase de consolidación o inversor maduro:

- ♦ Su nivel de ahorro frente a su renta (generalmente de trabajo) aumenta con la edad.
- Comienza una diversificación del patrimonio hasta el momento prácticamente centrado en la vivienda.
- ♦ Horizonte temporal alto o medio.
- ♦ Necesidades de rentabilidad media, que le protejan contra la inflación.
- ♦ No necesita ingresos recurrentes de su cartera, pudiendo programar las necesidades futuras.
- ♦ Le importa arriesgar parte del principal por lo que estudia el horizonte temporal de cada inversión.
- ♦ En función de experiencias pasadas y otros factores, puedes demandar vehículos específicos y sofisticados.
- ♦ Necesita asesores que le ayuden en la toma de decisiones y gestores de activos financieros.
- ♦ El aspecto fiscal suele ser muy relevante.
- Desde el punto de vista de gestión financiera la política más común es configurar el patrimonio diversificándolo en renta variable-renta fija —"vehículos sofisticados"-vehículo de previsión, moviéndose de uno a otros según la decisión oportunista del momento y el consumo de horizonte temporal. Es un inversor sofisticado con conocimientos y experiencia por lo que su nivel de exigencia e información es alto.

• Características del inversor en la fase de prestación:

Su nivel de ahorro no existe, consumiendo rentas para complementar la renta salarial (jubilación).

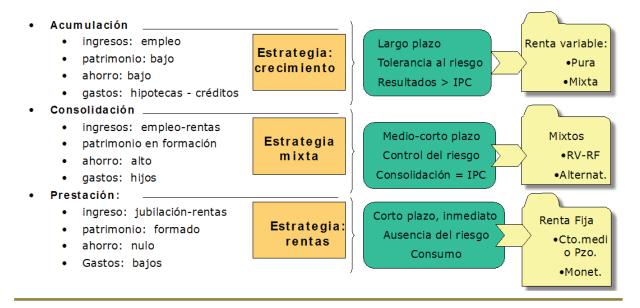
- ♦ El patrimonio ya está diversificado y mayor acumulación es prácticamente imposible.
- ♦ Horizonte temporal medio-corto.
- O Por encima de la rentabilidad está preservar el capital y objetivo de: "IPC corregido".
- ◊ Necesita ingresos recurrentes y periódicos de su cartera.
- ♦ No puede arriesgar principal.
- Perfil encaminado hacia productos específicos de previsión social que tengan en cuenta su distribución patrimonial (hipotecas reversibles, endowment).
- ♦ Comienza a programar la transmisión a las sucesivas generaciones.
- ♦ El aspecto fiscal puede ser relevante (rentabilidad financiero-fiscal), según patrimonio y rentas.
- Desde el punto de vista de gestión financiera la política más común es configurar el patrimonio concentrado en monetarios con alguna diversificación en renta fija-renta variable con alta rentabilidad por dividendos-seguros-vehículos de previsión-vehículos de transmisión.

Esquemáticamente:

CICLO DEVIDA: ARTICULACIÓN DE INVERSIÓN PARA PREVISIÓN SOCIAL

Fuente: Elaboración propia.

Premisa fundamental en la previsión social: el ciclo de vida



1.3.4.6. Una nueva situación

Sin lugar a dudas una cosa que parece cierta de todo lo que se ha dicho sobre esta crisis: nada volverá a ser igual. En lo que se refiere a las necesidades de los individuos, se han ido produciendo cambios sociales, económicos y demográficos, que han causado una creciente complejidad en su toma de decisiones.

Entre los factores causantes de estos cambios cabe mencionar el aumento de la renta per cápita, que viene acompañado de un mayor volumen total de ahorro, donde esperemos que la reforma fiscal y la política anunciada por el Gobierno contribuya a aumentar la renta disponible, dado que como ya hemos visto, tiene una importancia enorme. Por otra parte, el nivel de endeudamiento creciente durante las últimas décadas y, sobre todo, durante los años previos a la actual crisis; el aumento de la esperanza de vida; y una creciente inestabilidad en el mundo laboral, son también dignos de ser mencionados. Nuevamente insistiremos en particular, la falta de planificación observada por parte de los individuos en relación al momento de su jubilación ha suscitado una especial atención hacia cuestiones relacionadas con el impacto de la reducción de las coberturas públicas de pensiones y con el aumento de la esperanza de vida.

En cuanto a los mercados financieros, su complejidad ha ido aumentando paulatinamente a causa, básicamente, de la desregulación gradual que han ido experimentando, la existencia de nuevos canales de distribución y el desarrollo, especialmente durante los últimos 20 años de nuevos productos financieros.

Debido a esta creciente sofisticación de los productos y mercados financieros, los consumidores ya no se limitan a elegir solamente entre tipos de interés o entre dos préstamos o planes de ahorro diferentes, sino que se enfrentan a un amplio abanico de opciones, con una gran variedad de instrumentos financieros complejos para ahorrar o financiarse. Por lo tanto, la tarea de administrar y distribuir los recursos financieros de los individuos y los hogares de forma adecuada es mucho más compleja, y las aptitudes y los conocimientos necesarios son mayores que en generaciones anteriores.

Entrar en *negative equity* se ha convertido en un auténtico problema e incluso un drama para muchas familias españolas. Por un lado, porque si necesitan vender su vivienda empujadas, por ejemplo, por motivos económicos —no pueden pagar la hipoteca—, no conseguirían el dinero suficiente por la venta para cancelar la deuda contraída con el banco. Por otro, porque quienes han sido desahuciados, además de perder su vivienda siguen debiendo dinero a la entidad financiera con quien se hipotecaron, entrando además en los archivos de morosidad como el Central de Información de Riesgos de Banco de España (CIRBE). La probabilidad de entrar en esta situación de tener que devolver al banco más de lo que vale la casa se incrementa cuanto más alto es el *Loan To Value* (LTV) del préstamo, es decir, cuando mayor porcentaje del precio inicial de la vivienda se financió mediante la **hipoteca**. "Es sorprendente que, desde principios de 2004 a finales de

2012, más de un millón de hipotecas se hayan concedido con un LTV superior al 80%", explica la autora del artículo referido, María Romero.

El denominado CIRBE es un servicio público que gestiona una base de datos en la que constan, prácticamente, todos los préstamos, créditos, avales, y riesgos en general que las entidades financieras tienen con sus clientes. La Central de Información de Riesgos (CIR) es un reflejo de lo que tienen sobre usted las entidades en sus bases de datos. Para cada uno de esos riesgos, las entidades que los declaran facilitan la información más relevante, incluyendo la identificación del cliente. Por ejemplo, si usted es titular de un préstamo hipotecario, su nombre y su número de identificación fiscal estarán registrados en la Central de Información de Riesgos, junto al importe que sume su deuda (en miles de euros redondeados) a final de cada mes.

La información de la CIR está protegida por importantes medidas que garantizan su calidad, seguridad y confidencialidad. Esto es así por obligación legal. Además, el Banco de España ha considerado siempre esos objetivos como propios. Como objetivos podemos destacar: facilitar a las entidades declarantes (entidades crediticias) información necesaria para su actividad. Ello significa y por ejemplo, que una entidad de crédito que está estudiando si darle o no un préstamo, a través de la Central de Información de Riesgos, y con su conocimiento, puede saber cuál es la deuda que tiene con otras entidades, y así hacerse una idea mejor de la solvencia. Una vez otorgado el préstamo, y mientras lo deba, la entidad será informada mensualmente de forma agregada de todos los riesgos que hayan sido declarados a la Central de Información de Riesgos, lo que le ayudará también a conocer la situación de cada endeudado.

Aun cuando el registro CIR de Banco de España no es un registro de morosidad hay que tener presente que es un gran banco de datos en el que se recogen todos los riesgos que tienen las entidades de crédito con sus clientes (créditos o préstamos concedidos, avales otorgados, valores propios de renta fija, etc.) a partir de 6.000 euros. La información es independiente de si sus titulares están al corriente de pago o no, si bien hay que decir que en el caso de que haya morosidad (retraso en los pagos) la entidad tiene que declararlo, cualquiera que sea la cantidad, siempre que se refiera a un crédito declarado. Las entidades financieras están obligadas a enviar a la Central de Información de Riesgos la información sobre los riesgos vivos que cada una mantiene y con quién. El objetivo de la CIR es facilitar a las entidades datos necesarios para su actividad. Por ejemplo, un banco puede conocer los riesgos que un determinado cliente tiene con otras entidades, y valorar mejor la conveniencia de darle un crédito. Además, la finalidad de la Central de Información de Riesgos es también colaborar en el ejercicio de la supervisión bancaria.

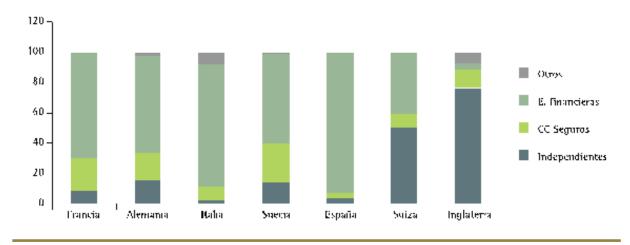
1.3.4.6.1. La diversificación de los canales de distribución más allá de las entidades crediticias

España es un país tremendamente centrado en el sector bancario, algunas estadísticas nos hablan de que el 90% de los productos financieros se distribuye a través de redes bancarias.

Esta situación ha contribuido en mayor o menor medida a un mayor protagonismo del depósito en la cartera de los ahorradores españoles. Cierto que el perfil del ahorrador en España es tremendamente conservador como se ha puesto de manifiesto en los puntos anteriores, pero no cabe duda de que los depósitos han contribuido a esta característica, amén de contribuir muy poco a la cultura financiera del público general. Esta situación contrasta con la de otros países como puede observarse en el presente gráfico:

¿QUÉ FIRMAS GESTIONAN EL DINERO DE LOS ESPAÑOLES?

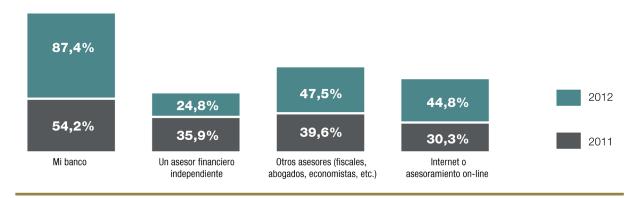
Fuente: Abante.



Tal y como ya hemos comentado previamente, la oficina bancaria sigue siendo el asesor financiero preferido de los inversores españoles.

TIPO DE ASESOR FINANCIERO UTILIZADO (EN EXCLUSIVA CON OTROSTIPOS)

Fuente: IEB: Anuario 2012 sobre el asesoramiento financiero e inversión en España.

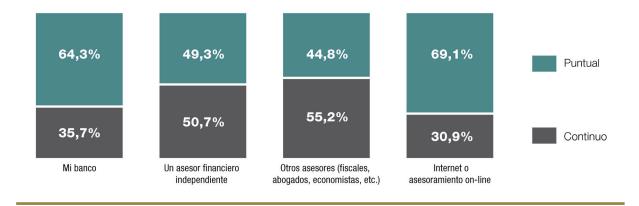


Poco a poco la tendencia a la bancarización parece irse diluyendo o, al menos, bajando. De hecho, el asesor financiero independiente es utilizado por la cuarta parte de los encuestados que manifiesta tener más de 20.000 euros para invertir y utiliza algún procedimiento de asesoramiento, ya sea en exclusiva o en combinación con otro tipo de asesoramiento. Sin embargo, lo habitual es que el asesor financiero independiente no constituya la única fuente de asesoramiento de los que utilizan esta figura (sólo es así tan solo en el 3,4% de los casos), sino que se suele combinar con el asesoramiento bancario y, en menor medida, en combinación con uno, dos, o los tres restantes procedimientos de asesoramiento considerados en la encuesta.

Por otra parte, gana también la diversidad, en la actualidad el público parece decantarse por un asesoramiento combinado como pone de manifiesto el siguiente gráfico, conforme al estudio del anuario realizado por el IEB para Inversis.

TIPO DE ASESORAMIENTO (EN EXCLUSIVA O EN COMBINACIÓN CON OTROS)

Fuente: IEB: Anuario 2012 sobre el asesoramiento financiero e inversión en España.



Pero es importante tener en cuenta si este asesoramiento es puntual o continuo. Este último aspecto es básico en el proceso de inversión. Es este sentido, si nos centramos en el asesoramiento en exclusiva, el tipo de asesoramiento bancario es prácticamente en su totalidad de tipo puntual; tan sólo el 13,3% de los encuestados utiliza el asesoramiento bancario en exclusiva de forma recurrente. Cuando el asesoramiento en exclusiva es por parte del colectivo de analistas financieros, el porcentaje de encuestados que recurre al asesoramiento continuo se eleva del 50,7% al 75,0%, disminuyendo, en consecuencia, hasta el 25,0%, el porcentaje de los que recurre a este tipo de figura de forma puntual. En el asesoramiento en exclusiva por parte de asesores fiscales, abogados, economistas, etc., no se producen grandes cambios: se eleva en 3,5 puntos porcentuales el recurso al asesoramiento puntual y se reduce en la misma cuantía el recurso al asesoramiento continuo. Finalmente, entre aquellos que utiliza en exclusiva el asesoramiento vía Internet u on-line, se eleva hasta el 77,8% el porcentaje de los que utilizan esta vía de forma puntual, y se reduce hasta el 22,8% el de los que la usa de forma continuada o recurrente.

En este sentido cabe reseñar que tal y como recoge la Ley 47/2007 del 19 de diciembre, que traspone la MIFID a la legislación española, en el mercado español existen varias figuras que pueden realizar esta labor:

- Las sociedades de valores (operan por cuenta ajena y por cuenta propia).
- Las agencias de valores (operan por cuenta ajena).
- Las sociedades gestoras de carteras.
- Las empresas de asesoramiento financiero, conocidas por sus siglas EAFI.
- Las entidades de crédito. Aunque no sean empresas de servicios de inversión, podrán realizar los servicios, siempre que su régimen jurídico, estatutos y autorización específica les habilite para ello.

En el siguiente cuadro detallamos con mayor claridad las empresas que lo pueden llevar a cabo:

SOCIEDADES DE VALORES	PUEDEN OPERAR PROFESIONALMENTE TANTO POR CUENTA AJENA COMO POR CUENTA PROPIA, Y REALIZAR TODOS LOS SERVICIOS AUXILIARES.
AGENCIAS DE VALORES	PROFESIONALMENTE SOLO PUEDEN OPERAR POR CUENTA AJENA, CON REPRESENTACIÓN O SIN ELLA. TIENEN PROHIBIDA LA NEGOCIACIÓN POR CUENTA PROPIA, EL ASEGURAMIENTO DE EMISIONES O COLOCACIONES DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y LA CONCESIÓN DE CRÉDITOS Y PRÉSTAMOS A INVERSORES.
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERAS	PUEDEN PRESTAR EL SERVICIO DE GESTIÓN DISCRECIONAL E INDIVIDUALIZA-DA DE CARTERAS DE INVERSIÓN, SEGÚN EL MANDATO DEL CLIENTE. TAMBIÉN ESTÁN FACULTADAS PARA LA ACTIVIDAD DE ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN, DE ANÁLISIS FINANCIERO Y ELABORACIÓN DE INFORMES DE INVERSIONES U OTRAS RECOMENDACIONES GENERALES, ASÍ COMO EL ASESORAMIENTO A EMPRESAS SOBRE ESTRUCTURA DE CAPITAL, ESTRATEGIA INDUSTRIAL Y CUESTIONES AFINES.
EAFI	SON LAS PERSONAS FÍSICAS O JURÍDICAS QUE EXCLUSIVAMENTE PUEDEN PRES- TAR SERVICIOS DE INVERSIÓN DE ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN Y LOS SERVICIOS AUXILIARES
ENTIDADES DE CRÉDITO (BANCOS Y CAJAS DE AHORRO)	AUNQUE NO SEAN EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN, PODRÁN REALIZAR HABITUALMENTE TODOS LOS SERVICIOS Y SUS AUXILIARES.

Fuente: IEB: Anuario 2012 sobre el asesoramiento financiero e inversión en España.

Aunque el asesoramiento financiero se ha venido proporcionando en España desde hace muchos años, es a partir de la MIFID cuando se reconoce esta actividad profesional como un servicio de inversión de primer nivel, que sólo pueden ejercer las sociedades de inversión y entidades de crédito. De hecho, la nueva ley española modifica el artículo 63 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y contempla que dentro de los servicios de inversión se pueden crear sociedades de asesoramiento financiero, pero sin estar autorizadas a tener fondos o valores de los clientes, lo que implica que no pueden gestionar patrimonios ni colocarse en posición deudora respecto a

sus clientes. Esta última característica es la que puede marcar una diferencia considerable frente a los bancos: la no colocación de posiciones deudoras propias a sus clientes.

Además y es muy importante señalar que el asesoramiento no se debe centrar solamente en la venta del producto, ya que existen otro tipo de decisiones de igual o mayor importancia a la hora de asesorar convenientemente a un cliente, como puede ser su situación fiscal, patrimonial o el diseño de una estructura de inversión a largo plazo. Es decir, estaríamos hablando o entrando ya en el terreno del proceso muchas veces mencionado en este informe de la planificación financiera.

Por otra parte, hay que destacar que las entidades bancarias han llevado a cabo un importante esfuerzo en dotar de conocimientos financieros a sus unidades de asesoramiento y continúan haciéndolo. Sin embargo, el principal problema puede radicar en el desconocimiento financiero de la mayor parte de los ahorradores o posibles inversores. En este sentido, seguimos pensando que existe una amplia base para mejorar la cultura financiera del público general. Probablemente este sea uno de los aspectos que a futuro puede desarrollar este Observatorio, hoy tan solo procedemos a enunciarlo como una cuestión a tener muy presente.

De hecho, es relevante tener en cuenta los mensajes que en el Boletín Trimestral IV/2011 se hacía en la sección de Informes y análisis. La educación financiera y su relevancia en las decisiones económicas evidencia e iniciativas. Donde se destacaba: "Como consecuencia de todo ello, la educación financiera está adquiriendo una importancia cada vez mayor, y no tan solo para los inversores en sentido estricto. También resulta esencial para cualquier familia a la hora de gestionar su presupuesto, adquirir una vivienda o asegurarse unos recursos apropiados para la jubilación. Obviamente, los individuos han tenido siempre que tomar este tipo de decisiones y gestionar sus finanzas, pero los desarrollos recientes antes mencionados hacen que su nivel de educación financiera tenga un papel cada vez mayor a la hora de asegurar que las decisiones financieras se toman de forma correcta y utilizando la información adecuada. El aumento de la educación financiera de la población favorece una mejor asignación de los recursos y contribuye, por tanto, al aumento del bienestar social. Por el contrario, unos bajos niveles de educación financiera, además de constituir una amenaza potencial para la integridad patrimonial de los individuos, pueden traducirse en pérdidas netas en términos de bienestar social".

Este mensaje cobra relevancia si tenemos en cuenta los datos que se desprenden del ya referido Anuario Inversis 2012, donde se manifiesta: "El nivel de conocimiento nulo o bajo en materia de inversiones financieras está asociado con el asesoramiento proporcionado por las entidades bancarias. El nivel medio no se significa especialmente en ninguno de los tipos de asesoramiento considerados. Finalmente, se detecta una fuerte asociación entre los encuestados que tienen un nivel superior al de un ciudadano medio y el asesoramiento *on-line* y, sobre todo, vía asesor financiero independiente. Así, mientras que tan solo el 22,4% de los encuestados manifiesta tener un nivel elevado sobre las inversiones financieras, mayor que el de un ciudadano medio, en el colectivo de los que utilizan la figura del asesor financiero independiente este porcentaje se eleva al 75%.

Las combinaciones de asesoramiento que incluyen la figura del asesor financiero independiente también aparecen asociadas con el nivel alto de conocimiento en materia de inversiones financieras, si bien la intensidad de la asociación no es tan elevada como cuando el asesoramiento se realiza en exclusiva por un asesor financiero independiente"

1.3.4.6.2. La propuesta fiscal "Lagares"

Si bien en este estudio ya se ha hecho referencia a la tributación (ver punto: 2.1.2.6. Fiscalidad del depósito frente a otras alternativas de inversión), la misma se ha realizado bajo un esquema de tributación presente y acumulación de capital. Se intentaba poner de manifiesto cierta ventaja fiscal, bajo unos supuestos determinados, en un producto de acumulación como son los fondos de inversión frente a otro producto de distribución o reparto como son los depósitos, donde como hemos visto el efecto retención tiene gran transcendencia o debería tenerla a la hora de seleccionar productos y vehículos de inversión. Pero como también se ha apuntado la economía española y el mercado financiero patrio están, previsiblemente, en un momento de cambio de esquemas.

No es ajena la tributación a esta situación, de todos es conocido que el Ministerio de Hacienda, tiene sobre la mesa una reforma en profundidad del esquema tributario español. En ningún caso puede considerarse este cambio como un capricho del Ejecutivo o del partido que le apoya, sino como una necesidad que surge desde Bruselas, a raíz de nuestra solicitud de ayuda financiera a la FEEF para el ordenamiento bancario, y que es contemplado en el propio Memorándum de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera, 20 de julio de 2012 y firmado a raíz de la citada solicitud para ayudar el sector crediticio español. Tal y como manifiesta el referido memorando: "Durante el período de prestación de asistencia financiera por la FEEF, las autoridades españolas adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar la adecuada aplicación del programa". Precisamente en el título VI. Finanzas públicas, desequilibrios macroeconómicos y reforma del sector financiero, en el punto 31 se recogen las reformas necesarias a llevar a cabo: "31. En cuanto a las reformas estructurales, las autoridades españolas se han comprometido a llevar a efecto las recomendaciones específicas para España en el contexto del semestre europeo. Estas reformas tienen por objeto corregir los desequilibrios macroeconómicos detectados en la revisión en profundidad realizada conforme al Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. En concreto, se recomienda que España: 1) introduzca un sistema tributario acorde con los esfuerzos de consolidación fiscal y más propicio para el crecimiento; 2) reduzca el sesgo inducido por la fiscalidad a favor del endeudamiento y la propiedad de vivienda; ...".

Como puede comprobarse entre las demandas de Bruselas hay una que merece la pena destacar y es la de reducción beneficiosa o sesgada hacia la adquisición de la vivienda en propiedad. En ningún momento debería sorprender dado que la actual crisis es una crisis de endeudamiento, donde todo comenzó por una acumulación de préstamos al sector privado de la economía, donde la vivienda y los préstamos hipotecarios abarcaron un importante peso.

Ante esta situación, el Ejecutivo encargó a una comisión formada por ocho economistas y un abogado para realizar un estudio sobre fiscalidad y reforma del marco actual. Dicho informe que estuvo finalizado el día 26 de febrero fue presentado el día 13 de marzo, es conocido como el *Informe Lagares*. Conviene destacar que es tan solo una propuesta, pero a la misma debe darse una mayor relevancia que a otros estudios realizados, dado que ésta fue encargada directamente por el Gobierno de la Nación.

El informe hace una serie de propuestas en materia de fiscalidad y sobre el ahorro que conviene tener presentes, aun cuando se reitere que es tan solo una propuesta. Estas consideraciones serían sobre:

- Vivienda propia.
- Cuenta jubilación.
- Neutralidad fiscal.

Un apunte al margen que se conviene resaltar es que el refutado *Informe Lagares* haga incidencia en algunos puntos que este estudio considera claves: vivienda y jubilación. No es mera coincidencia, sino que pone de manifiesto y con mayor relevancia e importancia las premisas sobre las que este estudio parte y la importancia que para los individuos tiene: vivienda, previsión social y al que nosotros hemos añadido el depósito bancario por su importancia en la composición del patrimonio familiar español.

Nos ocupamos en este punto de las propuestas realizadas en materia inmobiliaria y concretamente sobre la vivienda en propiedad, dejando para los dos próximos puntos los referentes a la jubilación y neutralidad fiscal de los productos. Las recomendaciones en materia de vivienda vienen recogidas en las propuestas numeradas, en el referido informe como, 10, 11, 12, 13, 14 15 y 16; las cuales parecen lo bastante relevantes como para reproducirlas literalmente. Asimismo destacar que se han señalado en negrita aquellas aspectos que se creen de máxima importancia para el presente estudio.

Propuesta núm. 10:

Debería procederse con urgencia a la implantación efectiva en todo el territorio de régimen común de un nuevo sistema anual de asignación de "valores de referencia" para todos los bienes inmuebles de naturaleza urbana y rústica con arreglo a los siguientes criterios:

a) Los "valores de referencia" se asignarían a partir de las ponencias elaboradas con mapas de zonas de valor del suelo urbano, que permitan reconocer ámbitos homogéneos de valores de mercado de suelo en función de sus usos. Esas ponencias se vienen elaborando por la Dirección 124 General del Catastro desde 2004 partiendo de los mapas de valor del suelo de todos los municipios del territorio de régimen común, con un rango máximo de 60 jerarquías posibles, definidas para cubrir todo ese territorio.

- b) La asignación de importes a esas jerarquías se actualizaría anualmente de acuerdo con la evolución del mercado. Para ello se aprovecharía la información de que ya dispone el Catastro, proveniente de los notarios, registradores de la propiedad, sociedades de tasación y agencias inmobiliarias, entre otras, y la obtenida de las comprobaciones de valores realizadas por otras Administraciones tributarias. Su observación y análisis se realizaría diariamente de forma automatizada, continua y homogénea, de manera que sus conclusiones se reflejasen en estos mapas de valores del suelo, independientes del año de revisión de los municipios.
- c) El procedimiento para la determinación, actualización y notificación anual de los valores de referencia se establecería mediante norma legal específica.
- d) Los nuevos "valores de referencia" no deberían tener en ningún caso la consideración de dato protegido que actualmente tiene el valor catastral. Tales valores se incorporarían a la información correspondiente a cada inmueble y su consulta debería estar abierta a todos vía Internet o por cualquier otro procedimiento rápido y eficiente, facilitándose el flujo de información para mejorar el funcionamiento actual de los mercados inmobiliarios.

Propuesta núm. 11:

El "valor catastral" de los inmuebles debería estar ligado al "valor de referencia" mediante el prudente porcentaje de este último que decidiese la Ley, porcentaje que debería ser igual para todos los inmuebles. Ese porcentaje, que quizá debiera ser más elevado que el 50% actual, serviría para corregir los posibles defectos u errores del procedimiento de estimación del valor de referencia. El valor catastral cambiaría anualmente al variar el valor de referencia.

Propuesta núm. 12:

La adaptación del valor catastral al "valor de referencia" en el porcentaje que legalmente se establezca, plantea problemas prácticos y jurídicos que deberían ser resueltos de forma progresiva teniendo en cuenta que habrán de asignarse nuevos valores con efectos tributarios a más de 77 millones de inmuebles.

En todo caso la notificación de los nuevos valores catastrales debería efectuarse mediante métodos colectivos, a través de la exposición pública de los nuevos valores y de su disponibilidad para cualquiera a través de medios telemáticos. En ningún caso esa notificación colectiva debería restar valor a los posibles recursos legales que planteasen los titulares de los bienes correspondientes.

Propuesta núm. 13:

Mientras que no se implante el nuevo sistema de valoración de bienes inmuebles, debería mantenerse en el IRPF la tributación de los rendimientos imputados de tales bienes con arreglo a los siguientes principios o criterios:

a) Para eliminar su exención actual, deberían incluirse entre los rendimientos de bienes inmuebles los imputables correspondientes a la vivienda propia que constituya el domicilio del contribuyente y de su familia, al objeto de evitar un tratamiento de tales rendimientos que resulta claramente discriminatorio frente al de los rendimientos procedentes de otras fuentes, que se computan inicialmente en toda su extensión y respecto a los que, además, se ha propuesto la anulación de importantes exenciones y reducciones en su base de gravamen.

- b) Al objeto de atenuar esa carga para contribuyentes de rentas reducidas, podría mantenerse exento el rendimiento estimado del propio domicilio cuando la base imponible del contribuyente y de su cónyuge, previa a la referida imputación, no excediese de unos 20.000 euros y el valor catastral de ese domicilio de unos 90.000 euros, adoptándose las medidas adecuadas para evitar cualquier clase de "error de salto" en la aplicación del impuesto. Tales cantidades aproximan los límites de la deducción actual en el IRPF por ocupar una vivienda alquilada.
- c) Deberían integrarse en la base imponible del ahorro, sin reducción alguna en su cuantía, todos los rendimientos imputados por los inmuebles propiedad del contribuyente, de uso propio o de su familia, así como los obtenidos por la cesión a terceros de esta clase de bienes, una vez que, en este último caso, sean descontados los gastos fiscalmente deducibles, sin incluir entre ellos los que correspondan a cargas financieras derivadas de su adquisición o mejora, para hacerlo compatible con la eliminación de la deducción por intereses en el caso de la compra.
- d) Se debería proceder simultáneamente a un mejor y más amplio control de los inmuebles arrendados, para reducir el fraude en esta actividad.
- e) En tanto no se oponga a las normas aprobadas por la Unión Europea deberían considerarse no sujetos al IVA los rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de cualquier clase de bienes inmuebles, del mismo modo que no se sujetan al IVA los intereses y dividendos obtenidos por el préstamo o la aportación de capitales mobiliarios.

Propuesta núm. 14:

Una vez que se establezca el nuevo procedimiento de valoración de inmuebles elaborado por el Catastro y se hayan estimado todos los valores de referencia de tales inmuebles, debería excluirse de la base del IRPF la actual imputación de rendimientos inmobiliarios, sustituyéndose esa imputación por el reformado Impuesto de Bienes Inmuebles.

Propuesta núm. 15:

Dentro del IRPF solo se integrarían en la base imponible del ahorro, sin reducción alguna en su cuantía, los rendimientos derivados de la cesión a terceros de bienes inmuebles, una vez descontados los gastos fiscalmente deducibles, incluidos los satisfechos por el nuevo Impuesto de Bienes Inmuebles cuando se pusiera en vigor.

Propuesta núm. 16:

El nuevo Impuesto de Bienes Inmuebles debería responder a los siguientes criterios:

- a) Gravaría anualmente el valor patrimonial de todos los bienes inmuebles, tanto rústicos como urbanos, situados en territorio de régimen común.
- b) Como ya se ha propuesto más arriba, el valor catastral de los bienes inmuebles debería establecerse, respecto al valor de referencia, en un porcentaje más elevado que el actual 50%,

pero manteniendo un margen de error, razonable aunque no excesivo, para las estimaciones del valor de referencia que efectúe anualmente el Catastro.

- c) La estimación del valor de referencia de cada inmueble debería ser objeto de revisión anual simultánea para todos los municipios de territorio común mediante procedimientos a cargo del Catastro. Esa estimación se comunicaría anualmente a los interesados de forma conjunta y pública mediante listados expuestos en los municipios donde estuviesen situados los inmuebles y bajo un formato electrónico apropiado en la sede del Catastro.
- d) Teniendo en cuenta la recurrencia anual del nuevo impuesto y que recaería sobre valores patrimoniales y no sobre rendimientos, se considera que su tipo de gravamen aplicable a los valores patrimoniales de los bienes sujetos a este impuesto debería quizá ser algo inferior al 1% de los nuevos valores catastrales.
- e) El nuevo IBI debería ser de participación estatal en su recaudación, para compensar la no imputación de los rendimientos de los inmuebles de uso propio en el IRPF.
- Se aprecia un encarecimiento fiscal de la tenencia de viviendas ya sean para uso familiar como para su arrendamiento. La propuesta pone el acento en incrementar la tributación a través del Impuesto sobre Bienes Inmuebles (IBI), pudiendo suponer un fuerte incremento del mismo al menos de forma relativa a lo que hasta ahora ha venido teniendo, algo a lo que habrá que tener en cuenta cuando se produzca pues la rentabilidad financiera fiscal puede verse dañada. Hasta la posible adecuación y reforma del IBI, el informe propugna una serie de medidas a llevar a cabo a través del IRPF que a continuación presentamos e intentamos detallar. De implementarse las propuestas realizadas, insistimos que el documento tan solo son recomendaciones y no medidas que el Ejecutivo haya comunicado vaya a llevar a cabo, la inversión en inmuebles pueden perder importantes atractivos fiscales de los que hasta el momento ha venido disfrutando y de los cuales resaltamos:
 - Eliminación del sesgo de inversión hacia la vivienda propia mediante la inclusión de la vivienda propia como rendimientos del capital (Propuesta 13.a), para evitar un tratamiento claramente discriminatorio frente a otras inversiones.
 - La propuesta contempla una cierta protección transitoria para las unidades familiares de rentas bajas, para ello contempla el mantenimiento de la exención del rendimientos de la vivienda familiar cuando la base imponible del contribuyente y de su cónyuge no excediese de unos 20.000 euros y el valor catastral del domicilio no superase los 90.000 euros (Propuesta 13.b) En todo caso esta medida no parece tenga una gran importancia de cara a otros productos de inversión pues está contemplada para unidades familiares de bajos ingresos y muy limitada en cuanto al valor de la vivienda.
 - En cuanto a la inversión en inmuebles para el arrendamiento el *Informe Lagares* también contiene recomendaciones a tener en cuenta, en este caso se refiere a la deducción por intereses. Concretamente la recomendación es que los intereses por préstamos, ya sea para adquisición como para reforma, no sean considerados como gastos a deducir de los rendimientos obtenidos (Propuesta 13.c) Aquí el informe recoge una de las exigencias de Bruselas y es la de no fomentar la adquisición mediante préstamos.

Por tanto, y en base a estas recomendaciones, es posible que en el futuro veamos una mayor neutralidad en la imposición fiscal de los inmuebles, con mención especial a la vivienda en propiedad, la cual hasta el momento ha tenido un trato muy beneficioso en el IRPF frente a otras formas de inversión. Cabe también destacar un tratamiento más estricto al arrendamiento pues como hemos visto los intereses por préstamos no serían gastos deducibles, además el informe parece sugerir la eliminación de las reducciones por arrendamiento que actualmente existen en el referido impuesto. En referencia a este **último** aspecto conviene destacar que esa deducción es tanto para el inquilino como para el arrendador.

De cara al arrendador recordamos que las actuales deducciones son:

Una vez que a los ingresos obtenidos por el alquiler se han descontado los gastos deducibles, se aplican las siguientes reducciones:

- 100%: Si los arrendatarios tienen entre 18-30 años y sus rendimientos netos son mayores que el IPREM.
- 100%: Si los arrendatarios tienen entre 18-35 años y sus rendimientos netos son mayores que el IPREM y el contrato de alquiler es anterior al 1 de enero de 2011.
- 60%: En el resto de los casos.

En cuanto al arrendatario las deducciones por las cuentas satisfechas por la renta pagada son:

Deducción estatal sin límite de edad: los contribuyentes cuya base imponible máxima no supere 24.107,20 euros podrán aplicarse una deducción del 10,05% de las cantidades satisfechas en concepto de alquiler, teniendo en cuenta un límite máximo que varía en función de su base imponible, pudiendo ser:

- Cuando la base imponible sea igual o inferior a 17.707,20 euros anuales: 9.040 euros anuales.
- Cuando la base imponible esté comprendida entre 17.707,20 y 24.107,20 euros anuales: 9.040 euros menos el resultado de multiplicar por 1,4125 la diferencia entre la base imponible y 17.707,20 euros anuales.
- Autonómica con límite de edad: cada comunidad tiene su propia deducción y es necesario no superar una determinada edad ni un volumen de ingresos para poder beneficiarse de ella. Por ejemplo, en la comunidad de Madrid, los inquilinos menores de 35 años pueden deducir el 20% de las cantidades que hayan satisfecho durante un periodo impositivo por el arrendamiento de su vivienda habitual, hasta un máximo de 840 euros. los requisitos para que se pueda aplicar esta deducción son: tener menos de 35 años a 31 de diciembre; que la base imponible del período impositivo no sea superior a 25.620 euros, en tributación individual, o a 36.200 euros, si se trata de una tributación conjunta; que las cantidades abonadas por el alquiler de la

vivienda habitual superen el 10% de la base imponible del período impositivo del inquilino; y, finalmente, que el arrendador de la vivienda haya depositado la fianza correspondiente al alquiler en el Instituto de la Vivienda de Madrid (IVIMA) y que el inquilino disponga de una copia del resguardo del depósito.

1.3.4.6.2.1. La cuenta jubilación y experiencias transfronterizas de esta cuestión

Como ya se ha comentado previamente (ver 2.1.4.5. La necesidad de la previsión social) la protección social hoy es una cuestión básica en la planificación de ahorro, su importancia es tal que el *Informe Lagares* se adentra dentro de este aspecto. Lo hace desde un punto mucho más amplio del que se podría prever, pues además del importante tema fiscal, también lo aborda desde un punto de vista más amplio como es la del excesivo dirigismo y discriminación que el actual esquema presenta, dicho en sus propias palabras.

Actualmente los productos para materializar el ahorro destinado a la jubilación son: los planes y fondos de pensiones, los planes de previsión social y los seguros de exteriorización de compromisos por pensiones con características restrictivas y que lo igualan a los anteriores productos en todo el territorio español, salvo en el País Vasco que son: las entidades de previsión social. El citado informe quiere abrir los productos como ya ocurre en otras economías incluidas las europeas, así la idea sería: "lo que quizá debería hacerse es ampliar la materialización de esas aportaciones a los depósitos especiales e indisponibles constituidos en entidades financieras al estilo de los que se permiten para la materialización de estas deducciones impositivas en Estados Unidos de América y otros países".

El informe hace una propuesta extensa sobre este tema, con recomendaciones muy claras al respecto y que viene recogida en la propuesta 19:

Propuesta núm. 19:

En atención a las recomendaciones de la Comisión Europea y otros organismos internacionales y a las restricciones presupuestarias de la actual reforma fiscal, las actuales reducciones en la base del IRPF por situaciones de dependencia y envejecimiento deberían someterse a los siguientes cambios, configurándose simultáneamente como el único sistema vigente de protección del ahorro en este impuesto:

- a) Debería mantenerse reservada como hasta ahora la facultad de aportar fondos exentos temporalmente a instituciones de previsión social solo a los perceptores de rendimientos de trabajo y a quienes perciban rendimientos de actividades económicas, sean contribuyentes por el IRPF y, además, menores de la edad legal de jubilación. Las aportaciones podrán hacerlas también, a nombre de sus empleados, las empresas de las que obtengan esos rendimientos de trabajo.
- b) Debería obligarse al titular de un plan de pensiones fiscalmente protegido a percibir las prestaciones de ese plan a partir de la edad legal de jubilación, sin prórroga posible, bien sea como capital de una sola vez o como percepción periódica.

- c) Debería llevarse gradualmente la deducibilidad fiscal de las aportaciones anuales a tales sistemas hacia las proximidades de la media de las admitidas en los países de nuestro entorno, sin perjuicio de no establecer límites para la aportación financiera a tales planes, con exención tributaria de las percepciones derivadas de las aportaciones financieras en exceso sobre el límite de deducibilidad fiscal.
- d) Ampliar el régimen fiscal de planes de pensiones a las aportaciones a cuentas bancarias especiales que cumplan con los mismos requisitos de indisponibilidad y asignación que los planes y fondos de pensiones.
- e) Simplificar la larga relación de instituciones que actualmente se integran dentro de este sistema de reducción de la base imponible, eliminándose muchas de ellas pero facilitando la integración de sus fondos actuales en las otras subsistentes.

El punto más destacable, de acuerdo al aspecto que este punto trata, es sin lugar a dudas el 19d, donde se propone ampliar el régimen fiscal a las aportaciones a cuentas bancarias especiales que cumplan con las restricciones actuales a los fondos de pensiones. De una rápida lectura a la propuesta pudiera pensarse que la ampliación es tan sólo a las cuentas bancarias, sin embargo esto es incorrecto. En efecto previamente el informe citado dice en la página 147 del mismo: "como subrayan los organismos internacionales en sus informes sobre la Hacienda pública española, esa protección fiscal del ahorro con finalidades de protección social, aun en los casos en que constituyan un mero diferimiento de la tributación, discrimina en contra de otras alternativas de colocación de ese ahorro como, por ejemplo, su materialización en depósitos, acciones u obligaciones, inmuebles distintos a la propia vivienda y otras muchas de muy diferente naturaleza que no han gozado de ese diferimiento o protección, haciendo más ineficiente el impuesto, pues el contribuyente es quien mejor conoce donde debe colocar tales ahorros conforme a sus propias preferencias".

Nuestra interpretación es que la apertura a otros productos debería tener presente los fondos de inversión y pólizas de seguro no garantizadas y vinculadas a productos de inversión, los conocidos como *unit-linked*. Estos productos por sus características de diversificación, horizontes temporales, competencia de gestoras, posibilidades de inversión y otras cuestiones tienen ventajas incuestionables para constituirse en vehículos de inversión destinados a la jubilación. Es más, el funcionamiento de los planes y fondos de pensiones y los fondos de inversión presentan en muchos casos similitudes palpables como son:

- Sistema de aportación definida y funcionamiento de fondos de inversión.
- Nivel de comisiones y gastos.
- Evolución de resultados para el partícipe.
- Sistema neutro fiscal en el tratamiento de traspasos entre vehículos.
- Posibilidades de inversión en cuanto al destino de la inversiones

Precisamente en el último punto de similitudes, el de las posibilidades o categorías de inversión, es necesario tener presente la ordenación que INVERCO realiza. Conforme a estos criterios (ver Categorías de planes de pensiones del sistema individual (establecidos en diciembre de 2003) de INVERCO). Actualmente en el mercado español encontramos seis categorías:

1. RENTA FIJA A CORTO PLAZO

- No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija.
- La duración media de la cartera será inferior o igual a dos años.

2. RENTA FIJA A LARGO PLAZO

- No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija.
- La duración media de la cartera será superior a dos años.

3. RENTA FIJA MIXTA

• Menos del 30% de la cartera en activos de renta variable.

4. RENTA VARIABLE MIXTA

• Entre el 30% y el 75% de la cartera en activos de renta variable.

5. RENTA VARIABLE

• Más del 75% de la cartera en activos de renta variable.

6. GARANTIZADOS

 Planes para los que exista garantía externa de un determinado rendimiento, otorgada por un tercero.

Estas seis categorías tienen un enorme parecido con algunas de las 24 categorías que INVERCO tiene establecido para los fondos de inversión. A continuación mostramos categorías que pueden ser totalmente compatibles, sino se tiene en cuenta la denominación en divisa de las inversiones.

COMPARATIVA DE CATEGORÍAS INVERCO: FONDOS DE PENSIONES VS. FONDOS DE INVERSIÓN

FONDO DE PENSIONES	FONDO DE INVERSIÓN
RENTA FIJA A CORTO PLAZO	RENTA FIJA EURO CORTO PLAZO
RENTA FIJA A LARGO PLAZO	RENTA FIJA EURO LARGO PLAZO
RENTA FIJA MIXTA	RENTA VARIABLE MIXTA EURO
RENTA VARIABLE	RENTA VARIABLE NACIONAL EURO
GAR ANTIZADOS	GARANTIZADO DE RENDIMIENTO FIJO GARANTIZADO DE RENDIMIENTO VARIABLE

La comparativa muestra enormes igualdades a excepción de la divisa, reiteramos nuevamente, tal y como puede apreciarse en los próximos cuadros.

FONDO DE PENSIONES RENTA FIJA	FONDO INVERSIÓN RENTA FIJA EURO
CORTO PLAZO	CORTO PLAZO
NO INCLUYE ACTIVOS DE RENTA VARIABLE EN SU	NO INCLUYE ACTIVOS DE RENTA VARIABLE EN SU
CARTERA DE CONTADO, NI DERIVADOS CUYO	CARTERA DE CONTADO, NI DERIVADOS CUYO
SUBYACENTE NO SEA DE RENTA FIJA.	SUBYACENTE NO SEA DE RENTA FIJA.
 LA DURACIÓN MEDIA DE LA CARTERA SERÁ INFE-	 LA DURACIÓN MEDIA DE SU CARTERA NO PUEDE
RIOR O IGUAL A DOS AÑOS,	SUPERAR LOS DOS AÑOS.
	 LOS ACTIVOS ESTARÁN DENOMINADOS EN MO- NEDAS EURO, CON UN MÁXIMO DEL 5% EN MO- NEDAS NO EURO
DIFERENCIA: RESTRICCIÓN DE LA DIVISA	

FONDO DE PENSIONES RENTA FIJA	FONDO INVERSIÓN RENTA FIJA EURO
LARGO PLAZO	LARGO PLAZO
 NO INCLUYE ACTIVOS DE RENTA VARIABLE EN SU	 NO INCLUYE ACTIVOS DE RENTA VARIABLE EN SU
CARTERA DE CONTADO, NI DERIVADOS CUYO	CARTERA DE CONTADO, NI DERIVADOS CUYO
SUBYACENTE NO SEA DE RENTA FIJA.	SUBYACENTE NO SEA DE RENTA FIJA.
 LA DURACIÓN MEDIA DE LA CARTERA SERÁ SUPE-	 LA DURACIÓN MEDIA DE SU CARTERA DEBE SER
RIOR A DOS AÑOS.	SUPERIOR A DOS AÑOS.
	 LOS ACTIVOS ESTARÁN DENOMINADOS EN MO- NEDAS EURO, CON UN MÁXIMO DEL 5% EN MO- NEDAS NO EURO.
DIFERENCIA: RESTRICCIÓN DE LA DIVISA	

FONDO DE PENSIONES RENTA FIJA MIXTA	FONDO INVERSIÓN RENTA FIJA MIXTA EURO
MENOS DEL 30% DE LA CARTERA EN ACTIVOS DE RENTA VARIABLE	 MENOS DEL 30% DE EXPOSICIÓN A RENTA VARIA- BLE.
	 LA SUMA DE LAS INVERSIONES EN VALORES DE RENTA VARIABLE EMITIDOS POR ENTIDADES RA- DICADAS FUERA DEL ÁREA EURO, MÁS LA EXPOSI- CIÓN AL RIEGO DIVISA NO SUPERARÁ EL 30%.
DIFERENCIA: RESTRICCIÓN DE LA DIVISA	

FONDO DE PENSIONES RENTA VARIABLE MIXTA	FONDO INVERSIÓN RENTA VARIABLE MIXTA EURO
ENTRE EL 30% Y EL 75% DE LA CARTERA EN ACTI- VOS DE RENTA VARIABLE.	ENTRE EL 30% Y EL 75% DE EXPOSICIÓN A RENTA VARIABLE.
	 LA SUMA DE LAS INVERSIONES EN VALORES DE RENTA VARIABLE EMITIDOS POR ENTIDADES RA- DICADAS FUERA DEL ÁREA EURO, MÁS LA EXPOSI- CIÓN AL RIEGO DIVISA NO SUPERARÁ EL 30%.
DIFERENCIA: RESTRICCIÓN DE LA DIVISA	

FONDO DE PENSIONES RENTA VARIABLE	FONDO INVERSIÓN RENTA VARIABLE EURO
MÁS DEL 75% DE LA CARTERA EN ACTIVOS DE RENTA VARIABLE	 MÁS DEL 75% DE LA CARTERA EN ACTIVOS DE RENTA VARIABLE COTIZADOS EN MERCADOS ES- PAÑOLES, INCLUYENDO ACTIVOS DE EMISORES ESPAÑOLES COTIZADOS EN OTROS MERCADOS.
	 LA INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE NACIONAL DEBE SER, AL MENOS, EL 90% DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE.
	 LOS ACTIVOS ESTARÁN DENOMINADOS EN MO- NEDAS EURO, CON UN MÁXIMO DEL 30% EN MO- NEDA NO EURO.
DIFERENCIA: RESTRICCIÓN DE LA DIVISA Y ÁREA DE INVERSIÓN	

FONDO DE PENSIONES GARANTIZADO	FONDO INVERSIÓN GARANTIZADO
PLANES PARA LOS QUE EXISTA GARANTÍA EXTER- NA DE UN DETERMINADO RENDIMIENTO, OTOR- GADA POR UN TERCERO	GARANTIZADO DE RENDIMIENTO FIJO: IIC PARA EL QUE EXISTE GARANTÍA DE UN TERCERO Y QUE ASEGURA LA INVERSIÓN MÁS UN RENDI- MIENTO FIJO.
	GARANTIZADO DE RENDIMIENTO VARIABLE: IIC CON LA GARANTÍA DE UN TERCERO Y QUE ASEGURA LA RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN INICIAL MÁS UNA POSIBLE CANTIDAD TOTAL O PARCIALMENTE VINCULADA A LA EVOLUCIÓN DE INSTRUMENTOS DE RENTA VARIABLE, DIVISA O CUALQUIER OTRO ACTIVO. ADEMÁS INCLUYE TODA AQUELLA IIC CON LA GARANTÍA DE UN TERCERO QUE ASEGURA LA RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN INICIAL Y REALIZA UNA GESTIÓN ACTIVA DE UNA PARTE DEL PATRIMONIO
DIFERENCIA: NO DIFERENCIA ENTRE RENTABILIDAD PREFIJADA O VINCULADA A ALGÚN INSTRUMENTO	

Pensamos por tanto que la importancia de esta recomendación, recogida también por diferentes organismos internacionales, nos hace prestar un interés especial a esta cuestión y en este estudio se le da un tratamiento especial. En la opinión de los autores del estudio es este un aspecto crucial y de ahí que lo hayamos establecido como un caso de estudio. En nuestra opinión la implementación de modelos ampliados en cuanto al destino de las cantidades de ahorro destinados desde el primer momento a la finalidad de la previsión social complementaria, puede mejorar y profundizar en el tanto en el destino como en la gestión del ahorro. Más adelante el lector puede ver la experiencia de otros países, concretamente nos hemos centrado en:

- Estados Unidos: IRA y Plan 401(k) (ver punto: 2.2.5. Un caso de estudio: IRA y Plan 401(k)).
- Reino Unido: pensiones ocupacionales y pensiones personales (ver punto: 2.4.5. Un caso de estudio: Las pensiones ocupacionales y las pensiones personales).

• En Europa nos hemos centrado en el mercado alemán, concretamente en las Riester-Rente y Rürup-Rente (ver punto: 2.4.5. Un caso de estudio: Riester-Rente y Rürup-Rente en Alemania).

1.3.4.6.2.2. La neutralidad fiscal de los productos de inversión

Una de las constantes del *Informe Lagares* es el de la igualdad fiscal de los productos de inversión. Ya hemos visto esta recomendación en un activo como es el inmobiliario y que ha sido tratado previamente (ver 2.1.4.6.2. La propuesta fiscal "*Lagares*"), sin embargo, la tendencia de igualdad va más allá que la vivienda.

Como de todos es conocido los rendimientos de un activo suelen proceder de dos fuentes:

- La primera la de los rendimientos implícitos, los cuales reciben diferentes nombres según el activo del que se trate: rentas, intereses, primas, cupones, dividendos, derramas. En este sentido, la mayor parte de la rentas con la excepción de los dividendos que están actualmente exentos los 1.500 primeros euros si la sociedad pagadora no remunera vía scrip dividend, así como la percepción de rentas provenientes de contratos de seguros según una serie de parámetros, puede considerarse que tienen unos tratamientos bastante equiparables.
- La segunda es la diferencia entre el precio de adquisición y enajenación del bien, conocido este aspecto como ganancias y pérdidas patrimoniales, donde claramente sí existe un tratamiento diferenciado, especialmente si nos atenemos al periodo de generación de las mismas.

En este sentido, recordamos el tratamiento que actualmente tienen las ganancias o pérdidas patrimoniales y que a partir de 2013 entró en vigor la nueva fiscalidad para la tributación de las ganancias y las pérdidas originadas en ventas con un período de generación de un año o inferior.

Así las ganancias patrimoniales netas generadas en más de un año tributan integrándose en la base del ahorro del esquema del IRPF. Las ganancias patrimoniales netas vienen grabadas en base a la siguiente tabla:

BASE LIQUIDABLE DEL AHORRO	TIPO APLICABLE
HASTA 6.000 €	21%
ENTRE 6.000 € Y 24.000 €	25 %
A PARTIR DE 24.000 €	27 %

En caso de que se produjera una pérdida neta, esa pérdida podrá compensarse con plusvalías netas obtenidas en más de un año en los cuatro próximos ejercicios.

Sin embargo, el tratamiento para las ganancias o pérdidas patrimoniales generadas en el corto plazo, menos de un año, se integran en la base imponible general, sumándolas a los rendimientos del trabajo y aplicando la escala progresiva que corresponde a la base general, que en algunas Comunidades Autónomas llega al 57%. En el caso de existir minusvalías las mismas se pueden compensar con las rentas de la base general con un límite del 10%, dejando el exceso de las minusvalías para compensar en los próximos cuatro años.

La propuesta 18 es la que recoge las recomendaciones sobre este aspecto y que a continuación recogemos literalmente:

Propuesta núm. 18:

El tratamiento en el IRPF de las ganancias y pérdidas patrimoniales debería responder a los siguientes criterios:

- a) Debería suprimirse la corrección de los valores de adquisición de bienes inmuebles con índices que reflejen la depreciación monetaria experimentada entre el momento de su compra y el de su enajenación a efectos del cálculo de las ganancias y pérdidas patrimoniales en el IRPF y en el IS, para reducir así el ámbito de las indexaciones de rentas y rendimientos y equiparar el tratamiento fiscal de estas ganancias y pérdidas con las derivadas de capitales mobiliarios.
- b) Debería eliminarse, por su carácter residual y por el tiempo ya transcurrido desde su puesta en vigor, el procedimiento de cómputo que se establece en la disposición transitoria novena de la vigente Ley del IRPF para la valoración de las ganancias y pérdidas patrimoniales derivadas de elementos adquiridos con anterioridad al 31 de diciembre de 1994, sustituyéndose por las reglas generales de valoración de tales ganancias y pérdidas.
- c) Debería suprimirse la diferenciación fiscal entre ganancias y pérdidas patrimoniales de corto y largo plazo de obtención e incluirse la totalidad de esas ganancias y pérdidas dentro de la base del ahorro del IRPF.
- d) Debería compensarse el saldo negativo de ganancias y pérdidas patrimoniales con los rendimientos de los capitales mobiliarios e inmobiliarios incluidos en la base del ahorro del IRPF, aunque mientras que no se alcance el equilibrio presupuestario estructural y debido a las especiales circunstancias de la actual crisis económica, la compensación anteriormente propuesta podría limitarse en cada ejercicio a un porcentaje de los rendimientos del capital, tanto mobiliario como inmobiliario, incluido en la citada base.

Dado que anteriormente hemos hablado de la vivienda (en la propuesta 18.a se hace referencia a los inmuebles concretamente a la corrección de los valores de adquisición) nos centramos en la propuesta que el informe realiza sobre el aspecto del periodo de obtención. En este sentido y tal y como habrán comprobado la recomendaciones 18.c y 18.d no admiten interpretación alguna por su claridad. La recomendación es la supresión de la diferencia entre corto y largo plazo, que recordemos es si se producen en menos de un año o más de un año, conforme a la normativa actual, así como que la compensación de pérdidas por inversiones se realice entre rendimientos

del capital mobiliario e inmobiliario. En este sentido, la discriminación en función del periodo de la generación es destacable y sensible, así como su compensación. Debe resaltarse que la supresión de este esquema de tributación puede tener una gran repercusión para los ETF (Exchange Traded Funds) dado que este tipo de fondos no está exento de tributación por reinversión en otra Institución de Inversión Colectiva.

1.3.4.6.2.3. Breves comentarios sobre: la reforma fiscal vs. el informe lagares

A la finalización de este estudio el Gobierno aprobó la reforma fiscal, la cual lógicamente contenía modificaciones o alteraciones importantes sobre las propuestas realizadas en el denominado informe Lagares y anteriormente expuesto. A los autores de este informe nos ha parecido conveniente realizar una serie de comentarios para poner en relevancia las diferencias entre la reforma fiscal llevada a cabo por el Ejecutivo y las contenidas en el referido informe.

Recogemos esas observaciones de una forma muy esquemática puesto que no es objeto de este informe entrar en el análisis de esas modificaciones.

• Reforma sobre la vivienda, propuestas 10, 11, 12, 13 14, 15 y 16

La reforma ha sido mucho más benevolente en la tributación que la propuesta del informe. Por una parte, nada parece indicar que se vaya a llevar a cabo una revisión del "valor de referencia". Asimismo no se ha contemplado introducir como rendimientos en la base imponible general la estimación de los rendimientos de la vivienda propia que constituye el domicilio del contribuyente y su familia

• Cuenta jubilación y experiencia transfronteriza de esta cuestión, propuesta 19

La reforma ha desechado la propuesta de ampliar el régimen fiscal a otros productos como depósitos, acciones, obligaciones, fondos de inversión u otros instrumentos o activos que canalizan la inversión de las familias con el propósito de complementar la pensión pública. Punto este novedoso y que podía haber supuesto mayores alternativas de inversión en aras de una mayor eficiencia en la gestión y adecuación de productos al perfil del inversor.

Por otra parte, es de destacar que se han rebajado de forma sustancial las posibles aportaciones de los individuos a este tipo de vehículo de inversión, lo que sin duda restará potencialidad al crecimiento de los productos de previsión social. Esta rebaja parece haberse querido compensar con la creación de un producto de inversión de máxima seguridad pero muy limitado en cuanto al dinero que pueda recoger, como es el denominado Ahorro 5.

Destacar que la reforma fiscal permite una mayor liquidez a las aportaciones y derechos consolidados ostentados por los partícipes. Así al igual que ocurría para los residentes de las cuatro diputaciones forales, Álava, Vizcaya, Guipúzcoa y Navarra a partir de ahora, los partícipes podrán monetizar los derechos consolidados que provengan de aportaciones realizadas en los próximos diez

años. Propuesta que parece adecuada para de esa forma equiparar los derechos de los residentes en los territorios donde se aplican derechos forales frente al resto de residentes en territorio español.

• Neutralidad fiscal de los productos de inversión, propuesta 18

En líneas generales, se ha adoptado en la reforma todas las propuestas realizadas en este sentido.

2. SITUACIÓN COMPARADA DEL AHORRO ENTRE ESPAÑA Y OTROS MERCADOS DE REFERENCIA

2.1. SITUACIÓN DEL AHORRO EN ESPAÑA

2.1.1. Antecedentes y evolución histórica

En nuestro país, el ahorro de los españoles ha estado muy focalizado como hemos podido comprobar a lo largo de este estudio, debido al carácter conservador y la escasa cultura financiera a la que ya nos hemos referido anteriormente.

El principal activo de ahorro para las familias españolas ha sido y sigue siendo el inmobiliario. En España las familias españolas poseen el 75% de los ahorros invertidos en activo inmobiliarios, es decir de cada 10 euros que tienen ahorrado 7,5 euros está en el ladrillo, según la Encuesta Financiera de las Familias que realiza el Banco de España. Aunque esta realidad ha bajado ligeramente durante la crisis —en 2009 suponía el 80%— todavía sigue siendo un porcentaje muy elevado. De hecho, el valor mediano de la vivienda ronda los 150.000 euros, una cifra que crece a medida que aumenta la renta y es más elevado para los hogares con la cabeza de familia entre los 55 y los 64 años, en los que alcanza los 178.000 euros.

El porcentaje de hogares propietarios de su vivienda principal, que es del 83,1%, es mayor a medida que aumenta la renta y, por edad, alcanza su nivel máximo cuando el cabeza de familia tiene entre 65 y 74 años (ver gráfico) y si se miran los datos de Eurostat de 2012, el porcentaje de la población con vivienda en propiedad en 2012 alcanza el 78,9%.

VALOR DE LOS ACTIVOS REALES DE LOS HOGARES

Fuente: Banco de España.

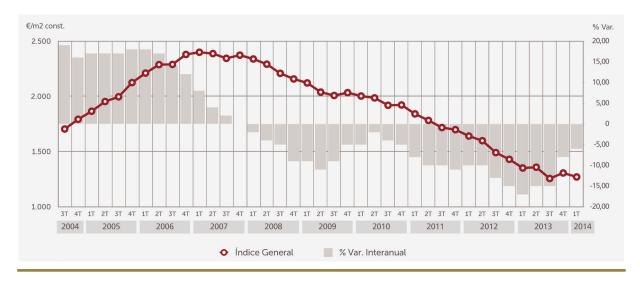
Vivienda	Otras propiedades	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antiguedad es	Total	Activos reales como porcentaje de los activos totales
83,1	40,2	12,3	22,6	90	98,9
72,4	25,1	6	15,2	80,5	96,4
	32.4	4.7		86.7	98,8
•		·		,	
,	•	ŕ	•	,	ŕ
,		,	,	,	100
	·		•	ŕ	
	Vivienda Principal	Principal inmobiliarias 83,1 40,2 72,4 25,1 80,1 32,4 84,2 36,1 88,1 49 92 50,6	Vivienda Principal Otras propiedades inmobiliarias por trabajo por cuenta propia 83,1 40,2 12,3 72,4 25,1 6 80,1 32,4 4,7 84,2 36,1 14,2 88,1 49 16,2 92 50,6 17	Vivienda Principal Otras propiedades inmobiliarias Negocios por trabajo por cuenta propia obras de arte, antiguedad es 83,1 40,2 12,3 22,6 72,4 25,1 6 15,2 80,1 32,4 4,7 19,5 84,2 36,1 14,2 21,4 88,1 49 16,2 25,6 92 50,6 17 26,1	Vivienda Principal Otras propiedades inmobiliarias Negocios por trabajo por cuenta propia obras de arte, antiguedad es Total 83,1 40,2 12,3 22,6 90 72,4 25,1 6 15,2 80,5 80,1 32,4 4,7 19,5 86,7 84,2 36,1 14,2 21,4 91,6 88,1 49 16,2 25,6 94,6 92 50,6 17 26,1 96,2

Debido a la caída de los precios, la riqueza inmobiliaria de los hogares pasó de representar del 546% del PIB en 2006 a al 415% del PIB en diciembre 2013. Las consecuencias de esta alta exposición al mercado inmobiliario han tenido un efecto devastador en la riqueza de los hogares españoles, ya que, en primer lugar, era su principal bien, con el consiguiente riesgo de escasa diversificación que esto suponía. Y en segundo lugar, porque un gran colectivo pensaba que el precio de la vivienda no iba a baja nunca, como ya se ha comentado anteriormente. Esta creencia irracional de que los precios de las casas no bajarían, unido a un crédito barato y a fiscalidad ventajosa convirtieron a la vivienda en el principal foco de inversión de las familias, particularmente en países como España, EE.UU. o Irlanda.

Por ello, el desplome inmobiliario ha tenido un impacto directo en el patrimonio de las familias, de hecho como se puede ver en la caída de los precios de la vivienda, que han bajado significativamente y lo siguen haciendo todavía en 2014.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA. ÍNDICE GENERAL Y VARIACIÓN INTERANUAL. ESPAÑA

Fuente: ST. Sociedad de Tasación.



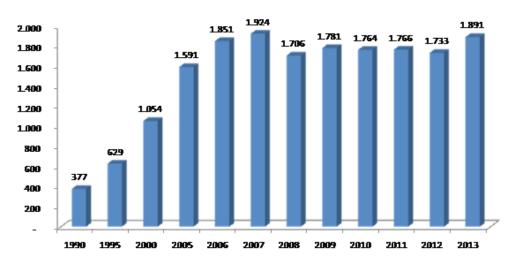
Esta caída está teniendo importantes consecuencias sobre la composición del ahorro y del patrimonio de los hogares. El impacto más evidente pasa por la pérdida del valor de los activos, derivada de la caída de los precios. Pero hay más, como la iliquidez instalada en el mercado de la vivienda o el elevado número de casas de pendientes de ser vendidas.

Por ello, es importante que exista transparencia y mejora de la eficiencia y la liquidez del mercado inmobiliario para que los hogares dispongan de todos los elementos necesarios para la conformación de decisiones de inversión más ponderadas.

Para las familias españolas, el resto de activos financieros supone el 25% de sus ahorros, 5 puntos porcentuales más que al comienzo de la crisis, pero todavía por debajo del resto de países europeos. Y eso que el ahorro financiero (activos financieros) de las familias españolas a finales de 2013, según datos del Banco de España, se ha totalizado 1,89 billones de euros, lo que supone un incremento del 9,1% en el conjunto de 2013 (157.992 millones de euros), cerca del máximo histórico alcanzado a finales de 2007 (1,92 billones) como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Fuente: INVERCO (datos en 1.000 millones de euros).

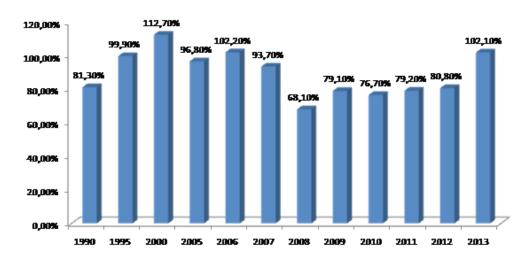


Pero teniendo en cuenta el ahorro financiero neto de las familias (activos-pasivos), éste se situó en los 1,04 billones de euros, lo que supone un incremento en 2013 del 25,6%, superando el máximo histórico de 2006. A ello ha contribuido tanto el aumento de valor de los activos financieros como la disminución de 54.771 millones de euros experimentada por los pasivos financieros, que aceleran su ritmo de contracción interanual hasta el 6%. A finales de 2013, el volumen de pasivos de las familias españolas se situaba en el 82,8% del PIB, en niveles ya de 2006.

En términos porcentuales sobre PIB, el ahorro financiero neto de las familias españolas alcanza el 102,1%, frente al 102,2% en al año 2006, por lo que el efecto de la crisis en la riqueza financiera de las familias ha sido prácticamente neutralizado, ya que en 2006 era de 102,2 (ver gráfico adjunto).

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS NETOS/ PIB

Fuente: INVERCO (datos en %).

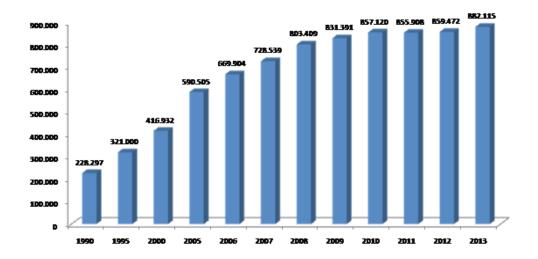


Dentro de los activos financieros, los depósitos han sido el producto estrella de las familias. Respecto al comienzo de la crisis, el peso de los depósitos en el ahorro familiar ha crecido en 10 puntos básicos, pasando de 31,6% del peso total de los activos financieros al 42,2% de la actualidad. Es decir, de cada 10 euros que se tienen en activos financieros, 4,2 están en depósitos.

Esto quiere decir que más de 882.000 millones de euros están invertido en depósitos en nuestro país.

EVOLUCIÓN DEL SALDO DE LOS DEPÓSITOS

Fuente: INVERCO (datos en millones de euros).



Lo que se ha visto durante la crisis es un incremento de la canalización del ahorro hacia los depósitos, una vez más, en un entorno condicionado por la estructura de comercialización de los productos de las entidades. Sus necesidades de financiación han provocando que ofrezcan unos depósitos "extratipados" durante algunos años de la crisis, es decir, a un interés bastante superior al oficial establecido por el Banco Central Europeo, que en la actualidad está en el 0,15%.

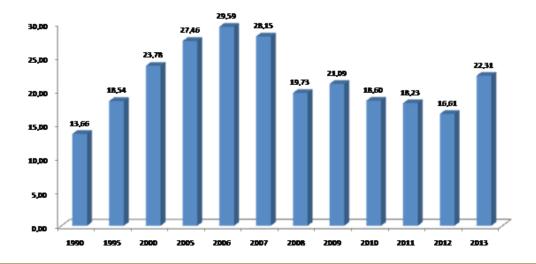
Además, su evolución se apoya en una actitud prudente por parte de las familias —analizada en el punto 2.1.2.4 La sensación de seguridad del depósito se traduce en concentración—, en una estrategia por parte de las entidades financieras que vuelcan hacia ellos gran parte de sus esfuerzos de promoción y comercialización. Una tendencia que es difícil de mantener, ya que provoca una merma en los márgenes de intermediación de las entidades.

Además de incentivar la querencia de las familias hacia los depósitos, la crisis también ha servido para reforzar la red de seguridad sobre la que se asientan estos productos. Las autoridades, primero nacionales y luego europeas, han reforzado las cantidades que son cubiertas por los respectivos Fondos de Garantías de Depósitos. En octubre de 2008, con la crisis en plena vorágine y la desconfianza disparada tras la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers el mes anterior, el Consejo de la Unión Europea (UE) incrementó la cobertura mínima por titular y cuenta hasta los 100.000 euros en 2009. Esta cantidad, vigente también en España, supone la protección de aproximadamente el 90% de los depósitos existentes en la UE.

La acciones suponen el segundo "producto" por importancia dentro de los activos financieros. Según los últimos datos de INVERCO, las familias españolas tienen el 22% de sus activos financieros en acciones.

PORCENTAJE QUE SUPONEN LAS ACCIONES EN LOS ACTIVOS FINANCIEROS

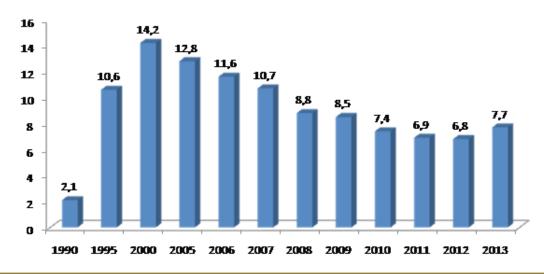
Fuente: INVERCO (datos en %).



- Esto supone que las familias españolas tenían en sus manos el 26,1% de la bolsa española, 6 puntos más que al inicio de la crisis en 2007, el mayor porcentaje de los últimos 11 años y más del doble que el conjunto de la Unión Europea.
- El fuerte repunte experimentado en 2012 y 2013, casi cinco puntos porcentuales, refuerza la tendencia al alza de la participación de las familias en la bolsa que se inició tenuemente en 2008 con el inicio de la crisis y que refleja el retorno progresivo de la confianza a la hora de tomar decisiones sobre el destino del ahorro familiar.
- Detrás de este incremento existen multitud de factores: el ajuste a la baja de las cotizaciones durante la crisis, la reducida rentabilidad de otros destinos tradicionales del ahorro familiar, los procesos de refuerzo del capital o recursos propios de las entidades financieras y no financieras o la pérdida de atractivo de la inversión inmobiliaria o tradicional refugio del ahorro familiar en España, entre otros.
- Según el último estudio de la Comisión Europea sobre la estimación de la propiedad de las acciones cotizadas en el conjunto de la Unión Europea con datos del año 2012 se sitúa la participación de las familias europeas en la propiedad de las acciones cotizadas en el 11%. De esta forma, el dato relativo de España (26,1%) multiplica por 2,4 veces el europeo. El aumento de la participación de las familias en España en los últimos años contrasta con la práctica estabilidad que muestra en la Unión Europea a partir de 2008.
- Otro de los activos que centran la atención de los ahorros de las familias son las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) (sociedades y fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria), que concentra el 7,7% de los activos financieros de los hogares. Aunque fue el producto financiero con mayor crecimiento a lo largo de los años 90 —a finales de los noventa sólo representaba el 2%—, se ha enfrentado a un periodo complejo en los últimos. El problema que ha tenido este producto durante la crisis es que ha tenido un competidor fundamental a las fórmulas de ahorro más conservadoras, principalmente los depósitos, coincidiendo con unas necesidades de financiación todavía muy intensas por parte de las entidades de crédito.

QUÉ SUPONE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Fuente: INVERCO (datos en %).



Aunque el peso se ha mantenido, si se tienen en cuenta los flujos financieros se puede ver que anualmente los flujos financieros han crecido en las Instituciones de Inversión Colectiva en más de 16.000 millones de euros.

El patrimonio de las IIC (sociedades y fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria) se situó a finales de agosto en 300.882 millones de euros, lo que supone un incremento de 3.425 millones respecto al mes anterior. Desde diciembre 2012, el patrimonio invertido en fondos y sociedades de inversión en España ha aumentado en 97.236 millones de euros (47,7% de incremento respecto a final del año 2012).

El número de partícipes y accionistas se situó en 7.556.079, lo que representa un aumento de 66.672 en el mes de agosto y de 969.483 en 2014 (14,7% de incremento respecto a diciembre 2013).

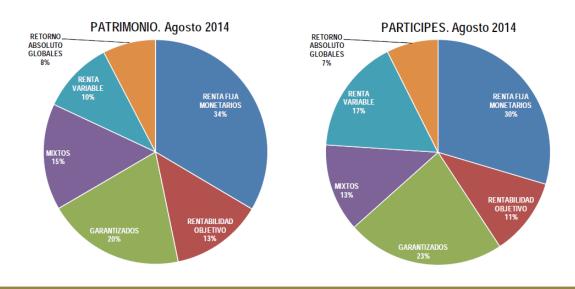
Si analizamos el porcentaje de patrimonio invertido en las IIC, podemos ver que el inversor español tiene un perfil conservador, ya que el 34% del patrimonio está en renta fija monetarios, seguido de un 20% que se encuentra en garantizados, es decir, 1 de cada dos euros invertidos en IIC están en estos dos productos.

Esta realidad también se puede observar por partícipes, donde el 53% se encuentran en renta fija monetarios y garantizados.

Por el contrario, los fondos de renta variable sólo suponen el 10% del patrimonio y el 17% de los partícipes.

PATRIMONIO INVERTIDO EN INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

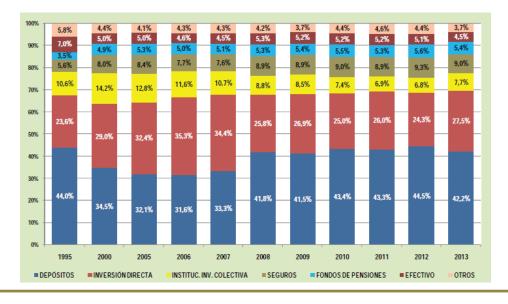
Fuente: INVERCO (datos en %).



Uno de los activos al que hay que hacer especial mención en este trabajo es el plan de pensiones. Ello no se debe a la importancia que éste tiene dentro de los activos financieros de las familias, donde sólo representan el 5,4%, sino por la relevancia que debe tener en el futuro.

ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS (PROPORCIÓN SOBRE EL TOTAL)

Fuente: INVERCO (datos en %).



En la actualidad, existen 9.857.676, partícipes, lo que supone un descenso del 1,6% respecto a junio de 2013. El número de partícipes estimado se sitúa en ocho millones, al existir partícipes con más de un plan. Si analizamos por sistemas, podemos ver que el patrimonio del sistema individual se situó en 60.917 millones de euros, lo que supone un incremento interanual del 12,8%. El número de cuentas de partícipes se situó en 7.747.392. El sistema de empleo alcanzó un volumen de activos de 33.822 millones de euros, con un incremento del 3,1% en el último año. El número de cuentas de partícipes totalizó 2.044.590. Por su parte, el sistema asociado tuvo un volumen de activos se situó en 865 millones de euros, lo que supone un incremento interanual del 7,1%. El número de cuentas de partícipes fue de 65.694.

El reto del envejecimiento de la población no sólo requiere una reforma del sistema público de pensiones, sino también una mayor implicación de todos, industria financiera y ciudadanos, para que completen con otros productos la asistencia pública. Si hoy la esperanza de vida de un hombre es de 79 años, en 2051 se podría alcanzar los 86,88 euros, según el INE, una edad que en la mujer incluso podría rebasar los 90 años. Sin embargo, la natalidad no mantiene estos ritmos de crecimiento, ya que se estima que en los próximos 40 años nacerán 14,6 millones de niños, casi la cuarta parte menos que en las cuatro décadas anteriores.

Con esta proyecciones, en 2052 el 37% de la población tendrá más de 64 años, lo que provocará que la tasa de dependencia se eleve al 100%, es decir, que dentro de 40 años, por cada persona en edad de trabajar únicamente habrá otra que no estaría en edad de hacerlo, lo que conlleva a una serie de consecuencias importantes en la sociedad, como puede ser con las pensiones.

En la actualidad, los planes de pensiones y los seguros acaparan 14,4 de cada 100 euros que tienen las familias españolas en activos financieros, frente al 36% de media que existe en Europa. De hecho, sólo uno de cada cuatro hogares tiene un plan de pensiones o seguro. Así el ahorro total en pensiones en España alcanza los 100.000 millones de euros, es decir, el 10% del PIB español, cuando en Europa es más del 35%.

Una de las causas de este bajo ahorro es que el sistema público español es el que más cubre de europea: Una pensión pública en España es en torno al 80% del último salario percibido, mientras que en el resto de Europa esta cifra se sitúa en torno al 40%. En España se trata de un sistema de reparto intergeneracional basado en la premisa de que se contribuye hoy para cubrir los pagos presentes de los ya retirados, con la expectativa de que los futuros cotizantes activos serán los que paguen con sus aportaciones las pensiones de los que hoy las pagan llegado el momento. Por ello, el incentivo para que el ahorro privado complemente a la pensión pública ha sido habitualmente escaso, en especial entre los segmentos de población de capacidad económica media y baja.

En un contexto en el que todo indica que las pensiones públicas futuras serán menos generosas que las presentes, la industria de los fondos de pensiones tiene la obligación de consolidarse y hacerse un mayor hueco no sólo en las familias, sino también en el tejido industrial.

- Porque el desafío es válido tanto para los planes individuales como para los planes de empleo. Por eso, es importante comenzar el ahorro lo más pronto posible —se recomienda hacerlo a partir de los 30 años— para poder reducir el impacto de los últimos ejercicios. Por ejemplo, si una persona a los 30 años ahorrase 1.000 euros al año, teniendo de media una rentabilidad del 3% a los 65 años tendría 60.462 euros, mientras que si empieza a los 45 años, tendría menos de 27.000 euros.
- Y en toda esta selección de productos financieros, tiene mucho que decir el canal de distribución, como se ha analizado en el punto 2.1.4.6.1 La diversificación de los canales de distribución más allá de las entidades, ya que nuestro país está totalmente focalizado en el sector bancario, ya que 9 de cada 10 productos se contratan por este canal a través de la extensa red de sucursales bancarias que existe.
- Aunque el asesor financiero está ganando peso desde la entrada en vigor de la MIFID, todavía tiene un peso pequeño dentro de los canales de distribución, una realidad que poco a poco se tenderá a cambiar.
- Durante la crisis, el ahorro ha recobrado el protagonismo que no tuvo en los años precedentes y se ha convertido en el motor económico de muchas familias en la primera parte de la crisis —ver 2.1 El ahorro del mercado español. Antecedentes y situación actual—. De hecho, en la actualidad el ahorro de las familias supone el 10,5% de la renta disponible bruta, un porcentaje lejano del 17,8% que llegó a suponer a finales de 2009, pero por encima de otros países, como EE.UU. Tal ha sido su importancia, que ha conseguido paliar el endeudamiento de las familias.
- No obstante, el ahorro de las familias tiene que dar un paso más. A las dificultades habituales que se encuentran los hogares para adoptar sus decisiones de ahorro e inversión se suman ahora las consecuencias de la crisis. La incertidumbre económica, el desempleo, la situación del sector inmobiliario, la innovación financiera, las novedades fiscales, la reforma del sistema de pensiones o los cambios regulatorios deberían configurar un cambio en el ahorro de las familias. Además no hay que olvidar el envejecimiento de la población, que es el mayor reto al que se enfrentará nuestro país en los próximos años, obtenemos un panorama complejo al que hay que dar respuesta, ya que contiene grandes y graves implicaciones para los sistemas financieros y para la propia estructura económica de los países si no se aborda con la seriedad que requiere.
- Por tanto, resulta fundamental que las familias se conciencien de la envergadura del problema, a partir de ahí, adoptar las iniciativas que resulten necesarias.
- Por tanto, aunque la crisis ha puesto de relieve los riesgos inherentes a una situación en la que el ahorro de los hogares estaba muy volcado en el sector inmobiliario, también puede servir como catalizador hacia un nuevo paradigma en el que haya un mayor equilibrio y una menor exposición a un segmento concreto. El saneado aspecto del balance general de las familias propicia la realización de esa necesaria transformación.

2.2. SITUACIÓN DEL AHORRO EN EE.UU.

2.2.1. Antecedentes y evolución histórica

Survey of Consumer Finances realizado por la Reserva Federal recoge las motivaciones por las que ahorran los hogares de EE.UU. En 2010 los dos epígrafes mencionados con un peso más relevante fueron los siguientes: el 35,2% de las familias citó razones de liquidez, es decir, para la cobertura de situaciones imprevistas. Y la siguiente motivación mencionada por hasta un 30,2% de las familias era el ahorro para la cobertura de su jubilación. En las encuestas realizadas desde 1998 estas dos respuestas han venido siendo las más frecuentes, con un peso incluso creciente de esta última, y muy por delante de otras razones relacionadas con las necesidades de sufragar gastos de educación, para la compra de vivienda o gastos familiares y de consumo.

2.2.2. Situación actual

A pesar de que, en 2013 la tasa de ahorro personal (como porcentaje de la renta disponible) experimentó una caída hasta el 4,5%, situándose claramente por debajo del 8,4% (que representa su media histórica desde 1959), la dimensión de las magnitudes del ahorro en EE.UU. es muy significativa, tanto en términos absolutos como relativos.

Según la 53ª edición de Investment Company Fact Book (2013)., tomando datos de 2012, de los 26,8 billones de dólares invertidos en fondos de inversión a nivel mundial, casi la mitad (13 billones) corresponden a fondos (*mutual funds*) basados en EE.UU. En EE.UU. el 44,4% de las familias posee algún ahorro en fondos de inversión. Por otra parte, su mercado global de pensiones asciende a 19,5 billones de dólares, lo que representa más de la mitad del mercado mundial. En EE.UU. el 68% de las familias tiene activos vinculados a ahorro-previsión destinados a la cobertura de su jubilación sujetos a beneficios fiscales.

Es relevante señalar que, del total de activos que integran las carteras de las modalidades de pensiones conocidas como DC (*Defined Contribution*) y cuentas IRA (*Individual Retirement Account*) aproximadamente la mitad (hasta 5,3 billones) se hallan invertidos a través de fondos de inversión. Es decir, analizar las cifras de ahorro en EE.UU. conduce necesariamente a una visión del largo plazo, y especialmente a un análisis de la inversión destinada a la jubilación, lo que analizaremos en un apartado posterior. En efecto, el 73% de los ahorradores en fondos de inversión de EE.UU. manifestó en 2012, según el informe anteriormente citado de ICI que, el ahorro para la jubilación era el objetivo financiero principal de su inversión.

2.2.3. Productos y canales

La composición de la cartera de activos de las familias de EE.UU. muestra que más del 70% de los activos de los hogares son financieros, según el informe de INVERCO 2013 y perspectivas 2014 Las Instituciones de Inversión Colectiva y los fondos de pensiones, mientras que tan sólo el 30% restante sería de carácter no financiero.

Los 4 canales principales de distribución empleados para la compra y venta de fondos de inversión en EE.UU. son los siguientes:

- Profesionales registrados de inversión: Asesores registrados de inversión (registered investment advisers); intermediarios financieros (full-service brokers); planificadores/asesores independientes (independent financial planners), entre otros.
- Planes de pensiones de empresa (employer-sponsored retirement plans).
- Gestoras de fondos (venta directa).
- Supermercados de fondos.

2012 FACTS AT A GLANCE

Fuente: ICI.

otal worldwide assets invested in mutual funds	\$26.8 trillion
J.S. investment company total net assets*	\$14.7 trillion
Mutual funds	\$13.0 trillion
Exchange-traded funds	\$1.3 trillion
Closed-end funds	\$265 billion
Unit investment trusts	\$72 billion
J.S. investment companies' share of:	
U.S. corporate equity	28%
U.S. municipal securities	28%
Commercial paper	42%
U.S. government securities	12%
J.S. household ownership of mutual funds	
Number of households owning mutual funds	53.8 million
Number of individuals owning mutual funds	92.4 million
Percentage of households owning mutual funds	44.4%
Median mutual fund assets of fund-owning households	\$100,000
Median number of mutual funds owned	4
J.S. retirement market	
Total retirement market assets	\$19.5 trillion
Percentage of households with tax-advantaged retirement savings	68%
IRA and DC plan assets invested in mutual funds	\$5.3 trillion

La magnitud de partidas significativas del ahorro financiero, como sería el caso de los fondos de pensiones, llega a suponer un porcentaje de hasta el 74,5% sobre el PIB de EE.UU. (ver gráfico. Patrimonio fondos de pensiones vs. PIB (%)), como se desprende del citado informe de INVERCO.

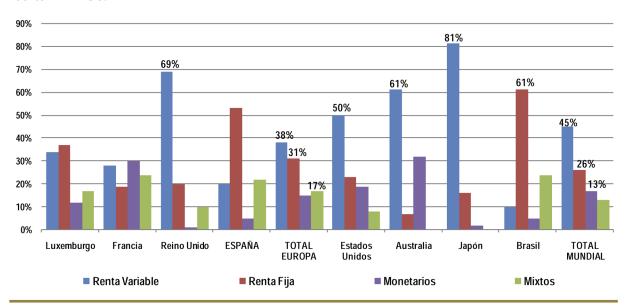
La distribución de los activos financieros por clases correspondientes a 2012, según la OCDE *Factbook. Economic, Environmental and Social Statistics de 2014* (en % sobre el total) es, por orden de importancia, la siguiente: acciones y otras participaciones en capital 31,2%; fondos de pensiones 30,5%; depósitos 13,5%; fondos de inversión 10,7%; activos distintos a acciones (bonos) 9,1%; productos de seguro 3%; y otros 2%.

Tomando como referencia la distribución porcentual entre las distintas categorías básicas de Instituciones de Inversión Colectiva, podemos tratar de inferir el perfil de riesgo de los inversores. A continuación hacemos una comparación directa para 2013 entre los datos de EE.UU., datos mundiales y para el conjunto de Europa (ver gráfico de Inversión a nivel mundial 2013. Patrimonio por categorías):

- IIC Monetarias: 19% vs. 17% vs. 15%.
- IIC de Renta Fija: 23% vs. 26% vs. 30%.
- IIC Mixtas: 8% vs. 12% vs. 17%.
- IIC de Renta Variable: 50% vs. 45% vs. 38%.

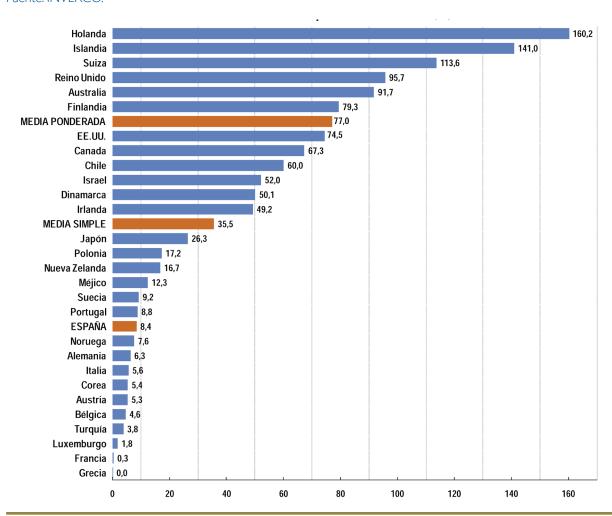
FONDOS DE INVERSIÓN A NIVEL MUNDIAL 2013. PATRIMONIO POR CATEGORÍAS (%)

Fuente: INVERCO.



PATRIMONIO FONDO DE PENSIONES VS. PIB (%)

Fuente: INVERCO.



Según datos de ICI, cuando a los inversores de EE.UU. se les pregunta la razón por la que invierten en fondos de inversión declaran lo siguiente:

- El 93% de los hogares que invertía en fondos de inversión indicaba que el ahorro para la jubilación era uno de sus objetivos primordiales, siendo éste el objetivo principal, como ya se indicó anteriormente, para el 73% de ellos.
- Un 50% ahorra para reducir sus impuestos sobre la renta.
- Un 48% ahorra para la cobertura de emergencias.
- Un 27% ahorra para cubrir gastos relacionados con la educación.

La visión largoplacista del ahorrador norteamericano se refleja también en que, las inversiones de las carteras de pensiones (en sus modalidades *Defined Contribution* y cuentas IRA) dirigidas a fondos

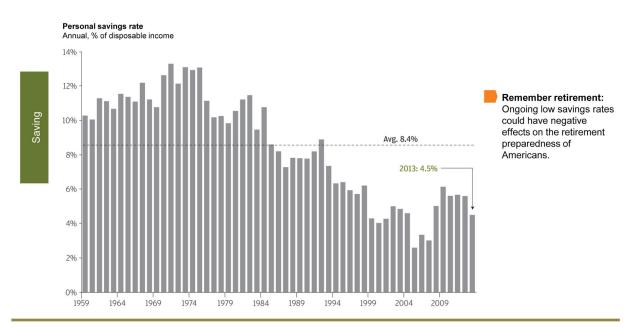
de inversión de renta variable, renta fija y mixtos suponen ya el 48% de los activos de la industria de fondos en esas categorías. Por contra, en el caso de los fondos monetarios, la inversión proveniente de pensiones representa tan sólo el 14% de sus activos.

2.2.4. Impacto de la crisis

Las bajas tasas de ahorro sobre la renta disponible generan cierta incertidumbre sobre la capacidad de las familias de EE.UU. de afrontar en el futuro la cobertura de su jubilación. En realidad, como se puede observar en el gráfico: Porcentaje de ahorro personal, las tasas de ahorro vienen situándose durante los últimos veinte años por debajo de su media histórica desde 1959.

PORCENTAJE DEL AHORRO PERSONAL

Fuente: ICI.



El impacto de la crisis reciente ha supuesto retrocesos patrimoniales significativos, especialmente en las clases de activo con mayor perfil de riesgo, pero la recuperación bursátil posterior permitió una recuperación de los activos. Si tomamos como referencia, el ahorro total en pensiones según el informe de Investment Company Institute (ICI), *The US Retirement Market*, con datos del cuarto trimestre de2013, si bien se observa una caída patrimonial entre los años 2007 y 2008 del 21,2% (desde 18,01 dólares hasta 14,19 billones de dólares), el volumen perdido se recupera en 2010 (18,19 billones de dólares.), situándose a cierre de 2013 en 23,01 billones de dólares (+62%).

En general, se puede constatar que, el sentimiento del inversor en EE.UU. sube y baja en tándem con el comportamiento del principal índice de su mercado bursátil, el S&P500, como se observa en las encuestas elaboradas anualmente en primavera por el ICI.

2.2.5. Un caso de estudio: IRA y Plan 401(k)

Al final de 2013, los activos totales de pensiones complementarias a las de la Seguridad Social en EE.UU. ascendían a los 23,01 billones de dólares, según el estudio anteriormente citado de ICI,. A destacar dentro del mercado las categorías siguientes:

• Cuentas IRA (*Individual Retirement Account*): Se trata de planes de ahorro individual para la jubilación con un volumen acumulado de activos de 6,52 billones de dólares (o el 28,3% del total). Aunque existen varias modalidades, en general, sirven para que, las personas sin cobertura por planes de empresa tengan la oportunidad de ahorrar por sí mismos para la jubilación en unas condiciones fiscales ventajosas. También sirven para que aquellos trabajadores que abandonan un empleo puedan preservar las ventajas fiscales de su ahorro previo en planes de empleo. Casi la mitad de los activos en cuentas IRA se halla invertida en fondos de inversión. Hasta un 68% de las familias con cuentas IRA invierte en fondos de inversión, especialmente en aquellos de largo plazo. Además hasta un 55% invierte a través de fondos de inversión en bolsas. El crecimiento fundamental del volumen acumulado en cuentas IRA proviene, por una parte, de los retornos de sus inversiones, y por otra, de la transferencia desde planes de empresa (*rollovers*).

IRA ASSET BY TYPE OF INSTITUTION

Fuente:ICI.

RAA55	e is by Type o	f histilulian							
IRA HSST	is by lyje of his	Milio, estat	period, 2009–2	019					
	Make	flurncis	Dark and b	riil de parik'	Life insura no	a companies"	Offer	en t	
	Amelia	S ha m ⁻¹	Accerts	Ωm m⁴	Ame	Shara*	Amels	S ha m²	Total a costs
	6 Mars	Pacal	Allian S	Pecel	Of these	Pencer	6 Ebes	Pacal	6 ffms
7 003	1.347	45	2428	5	73:7	1D	1052?	345	2.53?
Z 004	1.544	47	248	3	734	5	1.202	36	32 📆
Z 005	1.714	5D	273	3	311	9	1.121	33	3.4.25
2 DD6	2.035	48	313	7	322	3	1.534	36	4.2 07
2 00 7	2.315	45	340	7	335	7	1.753	37	4746
Z 003	1.608	44	391	11	31 7	3	1.37D	37	36 34
Z 009	1.576	44	431	1D	317	7	1.765	35	4428
2 DI D	2.225	44	461	5	345	7	1.555	4D	5.029
Z DI 1	2.15	44	422	1D	354	7	1563?	35	5.001?
2 DI 2	2.470	44	508	5	376	7	2206?	4D	5.551?
2 DI 3	2.959	45	507	3	412	- 6	26 43?	41	6.521?

Planes de aportación definida —DC (Defined Contribution Plans): Se trata de planes promovidos por el empleador, con una cuenta individual por partícipe. Facilitan a los empleados

una cuenta de ahorro para la jubilación en la efectúan aportaciones el empleador, el empleado, o ambos. Acumulan un volUmen de 5,86 billones dólares (o el 25,4% del total de pensiones) y su peso sobre los planes de empleo ha evolucionado desde el 25% en 1985, hasta el 41% en la actualidad. Los ahorros acumulados en el plan al momento de la jubilación dependerán, al margen del volúmen de aportación realizada, en buena medida de las decisiones de asignación de activos del propio partícipe, que normalmente será menos averso al riesgo cuanto más joven sea. Los planes DC engloban a las categorías siguientes:

- Plan 401(k): Es el plan más común dentro de la categoría de DC, con un volumen de 4,19
 billones de dólares. En este caso, las contribuciones al ahorro-previsión se deducen voluntariamente del salario de empleado antes de impuestos y con un importe límite.
- Plan 403 (b): Plan de ahorro previsión con ventajas fiscales utilizado por organizaciones de educación pública y empleadores sin ánimo de lucro.
- Plan 401 (a): Plan de ahorro previsión con ventajas fiscales utilizado por empleadores de la administración pública.
- Planes de prestación definida —DB (Defined Benefit Plans): Se trata de planes promovidos por el empleador que pagan una prestación de acuerdo a una fórmula prefijada. Pueden ser promovidos por empresas privadas o por entes gubernamentales (gobierno federal, del estado o local). Globalmente representan hasta un 37,5% del mercado total de pensiones, aunque su peso va en descenso.
- Annuities: Rentas fijas o variables vinculadas a productos de seguros de vida. Suponen el 9% restante del mercado.

Con datos del informe INVERCO anteriormente mencionado, se observa que, en 2010 el gasto público en pensiones suponía tan sólo el 4,6% del PIB de los EE.UU., frente al 9,3% de media en la OCDE. Pero lo más relevante es que, la estimación de la misma cifra para el año 2050, mantendría prácticamente constante el porcentaje para EE.UU. (en el 4,8%), frente a la evolución creciente de la media OCDE, que pasaría a suponer el 11,4%. El menor envejecimiento relativo de la población norteamericana, unido al hecho de que haya una menor contribución del sistema público a la tasa de sustitución bruta posibilita la mencionada estabilidad en el gasto público. En el cuadro: Tasa bruta de sustitución en cada sistema se puede observar un peso del sistema privado voluntario sobre la tasa bruta de sustitución superior en EE.UU. (37,8% sobre 76,2%) respecto a la media OCDE (14% sobre 67,9%). La tasa bruta de sustitución hace referencia al porcentaje del último salario percibido como trabajador activo que será percibido después como pensionista. La distribución equilibrada entre Sistema público y Sistema privado voluntario en la composición de la tasa bruta de sustitución deriva del hecho de que, la inmensa mayoría de los hogares con actividad laboral complementan la Seguridad Social con planes de empleo (Defined Contribution o Defined Benefit) y cuentas IRA.

TASA BRUTA DE SUSTITUCIÓN EN CADA SISTEMA

Fuente: OCDE.

Tasa bruta de sustitución en cada sistema							
	Sistema público	Sistema privado obligatorio	Total obligatorio	Sistema privado voluntario	TOTAL	fondos de pensiones privados (% PIB)	
Méjico	3,8	24,7	28,5		28,5	12,3	
Japón	35,6		35,6		35,6	26,3	
Corea	39,6		39,6		39,6	5,4	
Chile	4,8	37,2	41,9		41,9	60,0	
Polonia	24,5	24,3	48,8		48,8	17,2	
Estonia	27,4	24,8	52,2		52,2	8,7	
Australia	13,6	38,7	52,3		52,3	91,7	
Grecia	53,9		53,9		53,9	0,0	
Nueva Zelanda	40,6		40,6	14,1	54,7	16,7	
Portugal	54,7		54,7		54,7	8,8	
Finlandia	54,8		54,8		54,8	79,3	
Suiza	32,0	23,1	55,2		55,2	113,6	
Suecia	33,9	21,7	55,6		55,6	9,2	
Bélgica	41,0		41,0	15,1	56,2	4,6	
Luxemburgo	56,4		56,4		56,4	1,8	
Alemania	42,0		42,0	16,0	58,0	6,3	
Francia	58,8		58,8		58,8	0,3	
Noruega	45,7	6,8	52,5	11,3	63,8	7,6	
Turquía	64,5		64,5		64,5	3,8	
Eslovaquia	37,6	28,3	65,9		65,9	9,5	
Reino Unido	32,6		32,6	34,5	67,1	95,7	
Media OCDE	40,6	13,4	54,0	14,0	67,9	77,0	
Italia	71,2		71,2		71,2	5,6	
Islandia	6,5	65,8	72,3		72,3	141,0	
Canadá	39,2		39,2	33,9	73,1	67,3	
Israel	22,2	51,1	73,4		73,4	52,0	
Hungría	73,6		73,6		73,6	3,3	
ESPAÑA	73,9		73,9		73,9	8,4	
EE.UU.	38,3		38,3	37,8	76,2	74,5	
Austria	76,6		76,6		76,6	5,3	
Dinamarca	30,6	47,9	78,5		78,5	50,1	
Irlanda	36,7		36,7	43,0	79,7	49,2	
República Checa	43,5		43,5	39,2	82,8	7,1	
Holanda	29,5	61,1	90,7		90,7	160,2	

Al igual que en otros países, tanto el pilar corporativo (planes de previsión de empresa DC o DB), como sistema voluntario privado (representado por las cuenta IRA), sirven como complemento esencial al sistema público de la Seguridad Social. Y, de hecho, tanto los planes de empresa como las cuentas IRA se configuran como elementos de importancia creciente, especialmente para aquellos hogares a los que el sistema público reemplaza una proporción baja de sus ingresos.

2.3. SITUACIÓN DEL AHORRO EN REINO UNIDO

2.3.1. Antecedentes y evolución histórica

Resulta imposible entender la situación del ahorro en Reino Unido (RU) sin hacer, en primer lugar, una alusión al volumen muy significativo que históricamente concentra en sus segmentos de fondos de pensiones y seguros, representando en conjunto ambos epígrafes un peso superior al 50% sobre el total del ahorro de las familias. El mercado asegurador de RU es uno de los más grandes de Europa, y también muy relevante a nivel mundial. Según la encuesta anual, *Asset Management in the UK 2012-2013* de IMA, los partícipes institucionales básicos en el mercado inversor británico son los siguientes:

- Fondo de pensiones, con un peso del 51,6%.
- Compañías de seguros, entre las que destacan especialmente las aseguradoras de vida. El sector asegurador representa un 34,3% del total.
- Otros (5,2%): Entre lo que se incluyen fondos de inversión, tanto abiertos como cerrados, además de fondos nicho (inmobiliarios, de private equity, capital riesgo, etc.).
- Entidades sin ánimo de lucro (1,1%).

2.3.2. Productos y canales

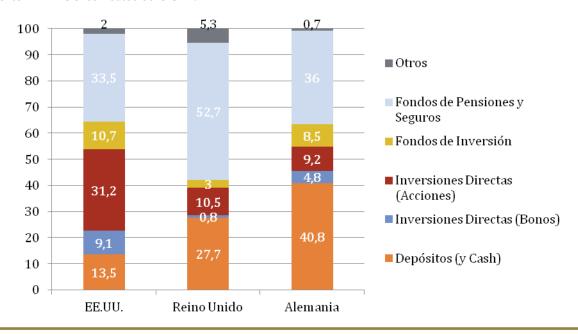
La composición de la cartera de activos de las familias de Reino Unido, según el informe de 2013 y perspectivas de 2014 de INVERCO Instituciones de Inversión Colectiva y los fondos de pensiones, muestra un perfil bastante equilibrado, siendo un 50% de los activos de carácter financiero y el 50% restante no financieros. El porcentaje de la población con vivienda en propiedad se sitúa en el 66,7%, por debajo de la media de los 27 países de la UE, donde alcanza el 70,4%.

La distribución de los activos financieros por clases correspondiente al año 2012 es, por orden de importancia, la siguiente: fondos de pensiones y seguros 52,7%; depósitos y *cash* 27,7%; inversiones directas en acciones 10,5%; otros activos 5,3%; fondos de inversión 3% e inversiones directas en bonos 0,8%.

Por tanto, el ahorro de las familias en el Reino Unido presenta un sesgo muy marcado hacia los productos fondos de pensiones y seguros, con un peso superior al 50% sobre el total y significativamente mayor al de otros países.

TIPO DE INVERSIÓN EN EE.UU., REINO UNIDOY ALEMANIA

Fuente: INVERCO con datos de OCDE.



Entre las vías para canalizar el ahorro familiar conviene hacer mención expresa de la Cuenta de Ahorro Individual (*Individual Savings Account* o ISA), que es un vehículo minorista para la promoción del ahorro a largo plazo en los residentes de RU y con una fiscalidad favorable. La cuenta ISA puede contener *cash* y un amplio elenco de inversiones. Es posible abrir una cuenta desde los 16 años (*Junior ISA*), que será trasformada al cumplir los 18 en otra de adultos (*Adult ISA*). Existen dos versiones:

- Cash ISA: Se trata de una cuenta bancaria con estatus libre de impuestos.
- Stocks and Shares ISA: Las inversiones aptas, salvo el cash, deberán poder perder un mínimo del 5% de su valor. Entre los activos aptos se hallan los fondos de inversión armonizados UCITS (Unit Trusts y OEICs), Investment Trusts, acciones cotizadas en mercados organizados y bonos soberanos o de empresa (con vencimiento mínimo de 5 años).

Existen importes anuales límite a la inversión en ISAs y con motivo de la presentación más reciente del presupuesto anual por el gobierno británico, el ministro del Tesoro, George Osborne, previó elevar el montante anual libre de impuestos hasta 15.000 libras a partir del mes de julio de 2014. En la medida que las cuentas ISA son mecanismos de ahorro a largo plazo y gozan de una gran flexibilidad de reembolso desde el punto de vista fiscal, las familias de RU hacen uso de ellas como complemento o incluso solución alternativa a las pensiones individuales. Se estima que 3 de cada 4 libras en cuentas ISA se hallan invertidas en fondos de inversión.

La entrada en vigor el 31 de diciembre de 2012 de la normativa Retail Distribution Review (RDR) está provocando cambios sustanciales en los canales de distribución de RU. La desaparición del modelo basado en comisiones de producto y su evolución hacia otro basado en comisiones por asesoramiento ha servido para delimitar en el mercado las actividades de comercialización y de asesoría. El impacto de la nueva normativa sobre el sector de los Asesores Financieros Independientes (IFAs), figura relevante en el modelo británico, está brindando una oportunidad a los gestores de activos, compañías de vida y otros proveedores para recuperar un cierto control sobre la distribución. Algunos análisis, como el estudio, The impact of the RDR on the UK's market for financial advice. Challenge and Opportunity de Cass Consulting-Cass Business School de junio de 2013 estiman (2) que la implantación de la nueva normativa puede determinar la desaparición de hasta un 30% en el número de los asesores. Este factor unido a un incremento potencial de clientes no asesorados, por tener un bajo valor patrimonial, está propiciando que, algunos grandes proveedores de producto (fondos, pólizas de ahorro, etc.) se planteen iniciativas de distribución directa. Además la expansión de modelos de distribución a través de plataformas (D2C o directto-consumer) basadas en web permite a muchos inversores acceder directamente a información detallada sobre productos, sin la necesidad de tener que pagar por los servicios de un asesor. Se trata, en muchos casos, de plataformas reconvertidas de anteriores IFA, o bien de plataformas de las propias entidades gestoras, o incluso de plataformas de ejecución de brokers de mercado. Se estima que ya hay en RU al menos 6,5 millones de inversores privados que las están utilizando. De hecho, entre los proveedores de cuentas ISA se plantean diversas estrategias de distribución. Aquellas entidades más interesadas en promover la inversión colectiva suelen presentarse como supermercados de fondos (fund supermarkets), mientras que aquellas que buscan promover la negociación de acciones, se denominan proveedores "self-select ISA providers". Salvo que se trate directamente de gestoras de fondos, es muy habitual que se de acceso al inversor a múltiples fondos de diferentes entidades. Hasta la llegada de la RDR estos proveedores de ISA eran remunerados por las propias gestoras a partir de los comisionados del producto, aunque algunos ya con anterioridad tenían previsto cobrar por la compra-venta del fondo subyacente.

A diferencia de otros países, en Reino Unido la capacidad de distribución de productos de inversión por parte de la banca minorista es muy baja. Por ejemplo, en el caso de los fondos de inversión, este canal representa sólo el 2,3% de la distribución total, frente al canal de los asesores independientes (IFAs) y brokers, que suponen el 55,6%.

Considerando la distribución porcentual de activos entre las distintas categorías básicas gestionadas en RU, según la encuesta anual *Asset Management in the UK 2012-2013*, podemos tratar de inferir el perfil de riesgo de los inversores. La partida que más pesaba en 2012 era la renta variable con un 42%, seguida de la renta fija con un 37%, *cash*/mercado monetario con un 7%, y, finalmente, fondos inmobiliarios con un 2,7%. Dentro de la partida "otros activos", que pesa hasta un 11%, se incluyen diversas clases de activos alternativos y soluciones estructuradas. Debemos recordar que, en RU existen diversos tipos de vehículos de inversión colectiva (*pooled investments*), y entre ellos:

- Authorised Unit Trusts
- Open-ended Investment Companies (OEIC)
- Unauthorised Investment Vehicles
- Life funds.

Focalizando el anterior análisis sobre la figura equivalente a los fondos de inversión armonizados (UCITS), el peso en renta variable sería incluso más elevado, alcanzando el 59% sobre el total de los activos, muy por encima de la media europea del 29% (excluyendo a RU). En el extremo opuesto se sitúa la categoría de mercados monetarios, cuyo peso en RU no llega al 1% del total, frente al 16% de media en Europa. Es decir, donde en el resto de Europa se invierte en fondos monetarios, en RU se invierte directamente en *cash* y depósitos bancarios.

Dado que pensiones y seguros son, respectivamente, el primer y segundo mayor inversor en fondos de inversión (*Unit Trusts* y OEICs), esto también contribuye a elevar el peso global de los activos en renta variable. En cualquier caso, el inversor minorista de Reino Unido (al igual que en EE.UU.) tradicionalmente ha tenido mucho mayor tolerancia al riesgo bursátil que el de otros países europeos como Francia, Alemania o Italia.

Las entradas netas en millones de euros en las diferentes categorías de fondos de inversión en Reino Unido durante 2013 se ven reflejadas en el cuadro siguiente:

CATEGORÍA	ENTRADAS NETAS (MILL. DE EUROS)
MIXTOS FLEXIBLES	8.576
MIXTOS MODERADOS	3.350
RENTA VARIABLE GLOBAL	2.109
RENTA FIJA GLOBAL	1.915
RENTA VARIABLE JAPÓN	1.900

Fuente: Lipper Thomson Reuters.

La magnitud de partidas significativas del ahorro financiero, como sería el caso de los fondos de pensiones, supone un porcentaje de hasta el 95,7% sobre el PIB de RU.

2.3.3. Impacto de la crisis

La tasa de ahorro bruto sobre renta disponible de los hogares de Reino Unido se situó en 2012 en el 6,8%, uno de los datos más bajos en la muestra de la OCDE y por debajo del 11% de media de la Unión Europea, como se puede ver en el informe de INVERCO y en la encuesta anual de IMA.

El ahorrador del Reino Unido ha sufrido un período macroeconómico duro desde el año 2008. La renta real disponible de los hogares británicos apenas se ha incrementado durante los últimos 5 años, creciendo en media anual tan sólo un 0,6%. Además, durante este período los salarios han crecido menos que los precios. A pesar del dato comparado, como los hogares no han tenido confianza suficiente en el futuro han decidido incrementar fuertemente su tasa de ahorro desde el inicio de la recesión de 2008. Unas condiciones más restrictivas de acceso al crédito han dado origen a un intenso proceso de desapalancamiento al mismo tiempo que crecía la propensión al ahorro. La crisis crediticia ha supuesto además la intervención de los Bancos Centrales, que tomaron medidas fuertes de relajación monetaria, tanto ortodoxas como no ortodoxas. Ello ha supuesto una reducción sustancial en el nivel de los tipos de interés, lo que ha impulsado a los hogares a buscar fórmulas de ahorro alternativas al depósito bancario. La tradicional convicción inversora británica en renta variable ha experimentado también cambios en cuanto al estilo predilecto de inversión al que se dirigen sus flujos de inversión. En efecto, desde la renta variable con un sesgo "crecimiento", que dominaba los flujos de entrada durante los años 90, se ha pasado a un interés creciente hacia los fondos de perfil "valor" y vehículos generadores de rentas. Este proceso se ha intensificado aún más durante los últimos años.

Finalmente, es de esperar que la reciente entrada en vigor de la RDR traiga un enfoque más focalizado hacia las "soluciones" de inversión para el ahorrador, y menos hacia la mera política de comercialización de "productos".

2.3.4. Un caso de estudio: las pensiones ocupacionales y las pensiones personales

El mercados de pensiones en Reino Unido se divide en tres categorías básicas:

- Pensiones públicas (basic state pension y state second pension): El sistema público facilita una pensión mínima con el fin de prevenir situaciones de pobreza durante la vejez.
- Pensiones ocupacionales (defined benefit pension y defined contribution pension): Planes de previsión facilitados dentro del entorno corporativo y laboral.
- Pensiones personales (self-invested personal pensions, stakeholder pensions y group personal pensions): Pensiones privada voluntarias.

Además habría que considerar, como un complemento del esquema anterior, las mencionadas cuentas personales de inversión o ISA.

Las pensiones ocupacionales son acuerdos establecidos con los empleadores para facilitar una pensión a sus empleados cuando estos lleguen a la jubilación. Históricamente eran habituales los planes de prestación definida (*Defined Benefit*), a menudo calculados en función del salario final. En este caso, al empleado se le prometía una proporción fija del salario previo a su jubilación. Dicha

proporción dependía del número de años de servicio en la empresa. Una vez producida la jubilación, se establecen limitaciones a los importes a cobrar so pena de verse penalizado fiscalmente (normalmente hasta 1/6 del salario final por cada año de cotización, o bien una pensión de 1/8 de su salario por año cotizado más la suma de hasta 3/8, siendo esta última libre de impuestos). El incremento de la esperanza media de vida, así como el entorno de tipos de interés bajos ha hecho inviable el mantenimiento a futuro de los esquemas de prestación definida. Es por ello que, durante los últimos años las empresas han potenciado como alternativa un esquema basado en aportación definida (*Defined Contribution*). En este caso, el empleador, y en ocasiones también el empleado, realizan pagos periódicos, normalmente un porcentaje del salario, para su aportación a un fondo de pensiones. Este fondo servirá para cubrir las prestaciones de jubilación cuando el trabajador llegue a su jubilación. La cuantía de la pensión dependerá de una serie de factores, entre los que se encuentran el monto acumulado en el fondo, los tipos de interés o la tasa proyectada de mortalidad que exista al momento de la jubilación.

Las pensiones ocupacionales suelen nutrirse de las aportaciones conjuntas de empresario y trabajador. En RU se las denomina contributivas, cuando el empleado también hace aportaciones, normalmente de hasta el 6% de su salario, que quedarán libres de impuestos. Se llaman no contributivas si sólo hace aportaciones el empleador. Habitualmente existe algún incentivo fiscal detrás del esquema de las pensiones ocupacionales.

Las pensiones personales representan el pilar privado voluntario por el que los ciudadanos británicos hacen aportaciones individuales a un plan de pensiones con ventajas fiscales similares al del esquema ocupacional. En este caso, un proveedor, p.e. una compañía de seguros, recibirá aportaciones durante la vida laboral del aportante, que serán invertidas en el correspondiente fondo de pensiones o figura equivalente. Eran conocidas como retirement annuity contracts. Existen varios tipos de pensiones personales, como aquellas en las que el suscriptor elige los activos preferidos para la inversión, y se denominan "Self-Invested Personal Pension" o (SIPP). Es decir, permiten a las personas tomar sus propias decisiones de inversión dentro de una lista de activos aptos. Por eso, en ocasiones a este tipo de pensiones personales se las denomina "tax wrappers", puesto que facilitan la posibilidad de invertir con un horizonte a largo plazo y sobre un elenco muy amplio de activos de renta fija, renta variable, activos inmobiliarios, entre otros.

Dentro del marco de las pensiones personales también existen otras categorías más ligadas, de alguna forma, al entorno laboral, como sería el caso de las pensiones *stakeholder*, o las pensiones grupales *group personal*, etc.

Además existen regímenes específicos de pensiones para otros estamentos (empleados públicos, jueces, militares, eclesiásticos, etc.), entre los que podemos destacar a los fondos de pensiones que dan cobertura a empleados de municipios y autoridades locales, o a los que dan cobertura a entidades de caridad.

En su conjunto, el mercado de pensiones en RU, según el informe de IMA anteriormente citado, alcanzó a diciembre de 2012 un volumen de 2 billones de libras de activos. La proporción entre prestación definida (DB) y aportación definida (DC) era del 64%/36%, incluyéndose en este último caso a las pensiones personales. Y en el caso de las pensiones ocupacionales, todavía una proporción mayor (76%), continúa perteneciendo a la categoría de prestación definida (DB).

Con datos de INVERCO se observa que, en 2010 el gasto público en pensiones suponía el 7,7% del PIB en Reino Unido, frente al 9,3% de media en la OCDE. La estimación de ese gasto en 2050 lo elevaría hasta el 8,2%, aunque se mantendría por debajo de la media del 11,4% para la OCDE.

TASA BRUTA DE SUSTITUCIÓN EN CADA SISTEMA

Fuente:: INVERCO, con datos EFAMA.

Tasa bruta de sustitución en cada sistema						Activos en fondos de
	Sistema público	Sistema privado obligatorio	Total obligatorio	Sistema privado voluntario	TOTAL	pensiones privados (% PIB)
Méjico	3,8	24,7	28,5		28,5	12,3
Japón	35,6		35,6		35,6	26,3
Corea	39,6		39,6		39,6	5,4
Chile	4,8	37,2	41,9		41,9	60,0
Polonia	24,5	24,3	48,8		48,8	17,2
Estonia	27,4	24,8	52,2		52,2	8,7
Australia	13,6	38,7	52,3		52,3	91,7
Grecia	53,9		53,9		53,9	0,0
Nueva Zelanda	40,6		40,6	14,1	54,7	16,7
Portugal	54,7		54,7		54,7	8,8
Finlandia	54,8		54,8		54,8	79,3
Suiza	32,0	23,1	55,2		55,2	113,6
Suecia	33,9	21,7	55,6		55,6	9,2
Bélgica	41,0		41,0	15,1	56,2	4,6
Luxemburgo	56,4		56,4		56,4	1,8
Alemania	42,0		42,0	16,0	58,0	6,3
Francia	58,8		58,8		58,8	0,3
Noruega	45,7	6,8	52,5	11,3	63,8	7,6
Turquía	64,5		64,5		64,5	3,8
Eslovaquia	37,6	28,3	65,9		65,9	9,5
Reino Unido	32,6		32,6	34,5	67,1	95,7
Media OCDE	40,6	13,4	54,0	14,0	67,9	77,0
Italia	71,2	•	71,2	•	71,2	5,6
Islandia	6,5	65,8	72,3		72,3	141,0
Canadá	39,2	,-	39,2	33,9	73,1	67,3
Israel	22,2	51,1	73,4	,-	73,4	52,0
Hungría	73,6		73,6		73,6	3,3
ESPAÑA	73,9		73,9		73,9	8,4
EE.UU.	38,3		38,3	37,8	76,2	74,5
Austria	76,6		76,6	,-	76,6	5,3
Dinamarca	30,6	47,9	78,5		78,5	50,1
Irlanda	36,7	.,-	36,7	43,0	79,7	49,2
República Checa	43,5		43,5	39,2	82,8	7,1
Holanda	29,5	61,1	90,7	,-	90,7	160,2

Según este cuadro, en cada sistema se puede observar cómo el peso del sistema privado voluntario sobre la tasa bruta de sustitución en Reino Unido es muy superior a la media OCDE, es decir del 34,5% frente al 14%. La tasa bruta de sustitución está haciendo referencia al porcentaje del último salario percibido como trabajador activo que será percibido después como pensionista. Esta distribución equilibrada (entre Sistema público y Sistema privado voluntario) en la composición de la tasa bruta de sustitución deriva del hecho de que, una parte importante de los hogares con actividad laboral complementan la Seguridad Social con otras aportaciones ligadas a pensiones ocupacionales, pensiones personales y otros planes/cuentas de ahorro a largo plazo.

2.4. SITUACIÓN DEL AHORRO EN EUROPA. ANÁLISIS PORMENORIZADO DEL MERCADO ALEMÁN

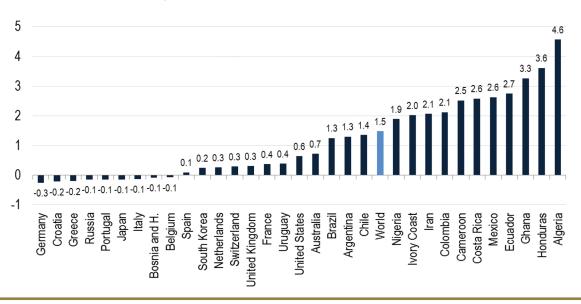
2.4.1. Antecedentes y evolución histórica

Desde hace muchos años la economía alemana se ha caracterizado por la fortaleza de su capacidad exportadora, gracias a la elevada competitividad de sus productos en los mercados internacionales. Esto ha venido unido a una expansión relativamente débil de su demanda doméstica, y en particular, de su consumo privado. Este proceso ha sido tradicionalmente acompañado por una situación excedentaria de ahorro, lo que ha provocado salidas masivas de capital del país buscando alternativas de inversión y ahorro. Por su parte, el Producto Nacional Bruto per cápita de Alemania es uno de los diez mayores de la OCDE en 2012, alcanzando la cifra de 42.924 dólares.

Como ocurre en otros países de su entorno, la sensibilidad ante la evolución demográfica futura y su efecto previsible sobre el sistema de pensiones es una cuestión de grandísimo interés en Alemania. De acuerdo con las proyecciones en 2010 de la oficina estadística de Alemania, en www.destatis.de, el número de personas en edad de trabajar (entre 20 y 65 años) decrecerá en 7,5 millones hasta el 2030. Por contra, la cifra de personas en edad de jubilación (65 o más años) crecerá en 5,5 millones, o un tercio más de su nivel actual. Según la OCDE, el ratio de dependencia, o proporción de mayores de 65 años sobre aquellos en edad de trabajar ascenderá al 43,3% en 2030, y ya se sitúa por encima del 30% en 2013, uno de los índices más altos entre los países más ricos de la OCDE, y sólo por detrás de Japón. En el gráfico: Ratio de nacimientos-defunciones (estimaciones 2014) de abajo se puede observar el Ratio de Nacimientos-Defunciones, es decir, el número de nacimientos entre el número de defunciones por cada mil habitantes. Mientras que, en la media mundial habría 19,7 nacimientos y 7,9 defunciones por cada mil habitantes, en Alemania, estos serían tan sólo 8,42 nacimientos frente a 11,29 defunciones, lo que sitúa a este ratio en el nivel más bajo de crecimiento poblacional de toda la muestra, es decir supone decrecimiento poblacional, sólo parcialmente compensado por una fuerte inmigración.

RATIO DE NACIMIENTOS-DEFUNCIONES (ESTIMACIÓN 2014)

Fuente: Ineichen Research & Management.



Como se verá más adelante, tradicionalmente los alemanes han sido grandes ahorradores, si bien su perfil de inversión puede caracterizarse como de bastante conservador. Sirva de ejemplo que, durante los años de la burbuja tecnológica (1995-2000) la proporción de acciones en el total de activos financieros de las familias llegó a triplicarse, pero tras la posterior caída abrupta de las bolsas, los alemanes deshicieron masivamente sus posiciones entre los años 2003-2007, como recoge el informe de Deutsche Bank German Households: Strong Savers but Weak Investor de junio de 2011. Es por eso que, se señala el carácter pro-cíclico del ahorrador alemán, que en muchos casos compra activos de riesgo de forma impetuosa tras una subida en los mercados, y por el contrario, los vende una vez producida su caída. Probablemente el perfil conservador alemán tiene su origen en raíces históricas. Los negocios en Alemania se han financiado primordialmente más con recursos ajenos (deuda), y no tanto mediante acciones cotizadas. Los inversores tienen, en general, menos experiencia en los mercados de acciones que en otros países con su nivel de riqueza. Por otra parte, a diferencia de países del entorno anglosajón, en Alemania la dependencia ha sido históricamente casi total del sistema público de pensiones, por lo que, de forma un tanto ajena a la realidad, muchas familias se han sentido "liberadas" de la necesidad de preocuparse sistemáticamente por las cuestiones relacionadas con sus inversiones financieras o de acumulación de ahorro a largo plazo con fines previsionales.

2.4.2. Situación actual

Según datos de Eurostat, Alemania presenta en 2012 una de las tasas de ahorro bruto más elevadas entre los países europeos. Con una cifra del 16,4% se sitúa claramente por encima de la media de la UE-27, siendo esta última del 11%.

2.4.3. Productos y canales

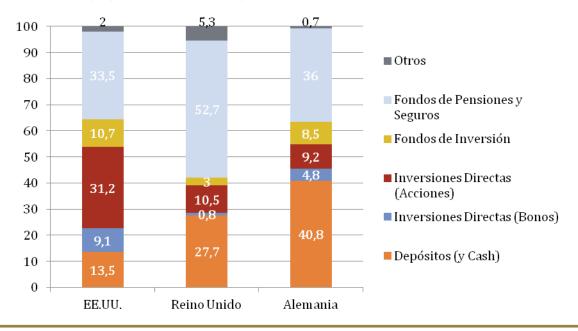
Mientras que, de media el 70,4% de las familias europeas posee su vivienda en propiedad, (el 78,9% en España), en el caso de Alemania sólo el 53,3% son propietarios de la casa en que viven. En general, se observa que, en países de su entorno, como sería el caso de Suiza, con porcentajes de población con vivienda en propiedad inferiores a la media, se observan tasas más elevadas de ahorro bruto familiar.

En total los activos "no financieros" de los hogares alemanes alcanzan en su conjunto el 60% según INVERCO, del total, y por defecto, los activos de carácter financiero suponen el 40% restante.

La distribución de los activos financieros por clases correspondiente al año 2012 es, por orden de importancia, la siguiente: depósitos y cash 40,8%; seguros y fondos de pensiones 36%; inversiones directas en acciones 9,2%; fondos de inversión 8,5% e inversiones directas en bonos 4,8%. Esta distribución por activos refleja un perfil conservador de la cartera de inversiones financieras. Además, un porcentaje superior al 50% de las carteras vinculadas a pensiones se hallan invertidas en renta fija, mientras que la proporción de las mismas en acciones no llega siquiera al 5%.

TIPO DE INVERSIÓN EN EE.UU., REINO UNIDOY ALEMANIA

Fuente: Elaboración propia con datos de OCDE y EFAMA.



Bancos, cajas de ahorro (*Sparkassen*), asesores financieros (*Finanzberatern*), gestoras de fondos (*Fondsgesellschaften*) y compañías aseguradoras son los canales más habituales para distribuir productos de ahorro en Alemania. El poder de distribución del sector bancario es relevante, si bien existe

una gran atomización, tanto por tipos de entidades, como por nombres concretos. Como recoge Michael Koetter, miembro del Comité de Expertos Económicos en *Market Structure and Competition in German Banking*, los grandes bancos comerciales presentan cuotas de mercado relativamente reducidas a nivel federal (de hasta un 6% por activos), la dispersión es aún mayor si descendemos a nivel de estado federal, donde por ejemplo pequeños bancos cooperativos regionales alcanzan cuotas locales de hasta el 10%. Las cajas de ahorro, cooperativas y bancos regionales siguen teniendo una peso significativo del mercado.

Por las razones que se verán en el apartado 2.4.5 posterior la magnitud patrimonial de partidas "clave" del ahorro financiero a largo plazo, como serían los fondos de pensiones, estos representan tan sólo un porcentaje del 6,3% sobre el PIB de Alemania, muy por debajo de la media ponderada del 77% en la OCDE.

2.4.4. Impacto de la crisis

El sesgo conservador del ahorrador alemán no ha variado sustancialmente, e incluso se ha acrecentado a raíz de la crisis financiera global. En un estudio recientemente elaborado por la entidad aseguradora Gothaer se ponen de manifiesto algunos rasgos que nos parecen interesantes sobre el perfil del ahorrador alemán y su evolución tras la crisis:

- La seguridad continúa siendo el factor esencial. El 57,8% lo considera el elemento más importante, mientras que la alta rentabilidad sólo es relevante para el 9,5% de los ahorradores. Además el 91,6% de los encuestados piensa en no incrementar su riesgo, y ello a pesar de la evolución muy positiva reciente en los mercados.
- La forma de ahorro preferida continúa siendo la libreta de ahorro. El 39,7% se inclina por esta opción, mientras que el 24,7% prefiere la imposición a plazo.
- Las acciones siguen sin despertar especial interés para el ahorrador. Sólo el 4,4% se inclina por esta alternativa. Incluso en el caso de los fondos de inversión, sólo el 7,9% los considera su opción preferida.
- Mayor preocupación en relación con la sostenibilidad del nivel de vida: Respecto a estudios anteriores, esta preocupación se incrementa desde el 34,5 hasta el 40,5%. Las dudas sobre la posibilidad de alcanzar un nivel de vida adecuado durante la jubilación preocupa al 43,2% de los ahorradores.

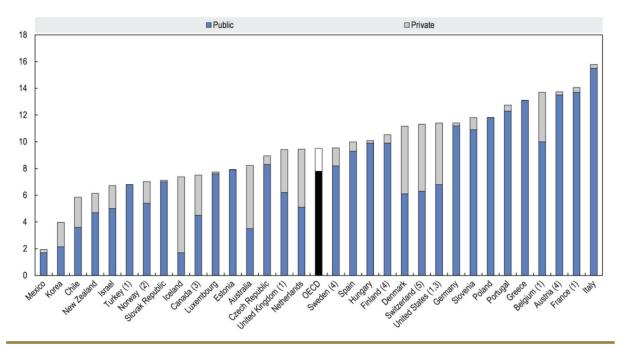
A diferencia de otros países en Alemania no se ha producido una burbuja de precios en los inmuebles durante los últimos 20 años, y en consecuencia, no habría tampoco que esperar volatilidad en la percepción de la riqueza de los hogares causada por este factor.

2.4.5. Un caso de estudio: Riester-Rente y Rürup-Rente en Alemania

En la mayoría de los países de la OCDE las personas en edad de jubilación tienen derecho a prestaciones por pensiones originadas, bien en sistemas públicos de pensiones, que a menudo son financiadas sobre la base pay-as-you-go (PAYG), o bien en sistemas privados. En el gráfico: Gasto Público y privado en pensiones en 2012 se muestra la magnitud de las prestaciones privadas (por planes de pensiones y otras figuras equivalentes) en distintos países. Mientras que, en los casos de Suiza, Reino Unido o Estados Unidos más de un tercio de las prestaciones proviene del sector privado, las prestaciones públicas son especialmente importantes, y superaron incluso el 10% del PIB, en países como Austria, Bélgica, Francia o Alemania, según la OCDE en Pensions Market in Focus de 2013. Las pensiones públicas de Alemania fueron introducidas hace más de 120 años por Bismarck con el objetivo básico de extender más allá de la vida laboral, durante la jubilación, una calidad de vida (por ingresos) equivalente a la etapa en activo. De hecho, para su cálculo se hacía una media del salario obtenido durante toda la vida laboral y tradicionalmente las aportaciones eran consideradas "primas de seguro".

GASTO PUBLICOY PRIVADO EN PENSIONES 2012 (EN % DEL PIB)

Fuente: OCDE.



El proceso de reforma del sistema de pensiones en Alemania se remonta hasta inicios de los años 90, en un largo recorrido de adecuación a los retos demográficos, de búsqueda de sostenibilidad financiera y de reducción de la elevada dependencia del sistema público. Uno de los hitos más impor-

tantes de este proceso tuvo lugar en 2001, cuando el ministro federal de trabajo Walter Riester consiguió sacar adelante la conocida como Reforma Riester. Con esta reforma se pretendió crear una sistema voluntario de pensiones de jubilación "multi-pilar" con incentivos fiscales y subvenciones públicas. En realidad, el objetivo final buscaba que el sistema de Rentas Riester pudiese tomar el relevo y llegase a suplir, en su caso, el hueco dejado por la pensión pública por la caída previsible de su peso en la tasa bruta de sustitución. Por tanto, el esquema Riester buscó servir de complemento al sistema público, fortalecer el sistema de empleo, y de alguna manera potenciar en general la figura de los fondos de pensiones en Alemania, bastante residual hasta esa fecha.

Se trataba de asegurar la sostenibilidad a largo plazo de las pensiones reduciéndolas incluso por debajo del 70% de las ganancias netas medias. (Recordemos que, antes del 2001 el sistema alemán de pensiones se gestionaba para conseguir alcanzar siempre una tasa de sustitución del 70%). Para ello se planteó un nuevo sistema (voluntario) que trataba de potenciar el concepto del ahorro complementario mediante pensiones privadas, tanto de empresa como individuales. Por tanto, la normativa Riester es aplicable, tanto a vehículos de previsión empresarial, como individual. Los incentivos eran, por una parte fiscales, mediante el diferimiento y deducciones de impuestos, y por otra, subsidios (básicos y familiares) de aportación pública directa a las cuentas de las pensiones. De esta forma, bajo el nuevo esquema, aplicable a los pilares 2° y 3°, se ofrecían incentivos fiscales y se concedían subsidios e incentivos a las familias siempre que se cumpliesen determinadas condiciones: requisitos administrativos y de transparencia; edad mínima para recibir la prestación y, dado que, se trataba de complementar al sistema público, se establecieron incentivos si los vehículos de inversión garantizaban el pago de una "renta vitalicia" a partir del momento de la jubilación. La garantía sobre el valor nominal de las aportaciones realizadas pretendía asegurar que, llegada la jubilación, al menos el monto total del capital nominal invertido estuviera disponible para su beneficiario. El subsidio básico asciende a 154 euros por año, y el subsidio por cada hijo, a 185 euros por año (300 euros por cada nuevo hijo nacido a partir de 2008). Estos subsidios sólo se aplican a aquellos ahorradores que cubren el ahorro mínimo requerido, establecido en el 4% de los ingresos del año anterior. El estado complementa (con los subsidios) la aportación del ahorrador hasta alcanzar la mencionada proporción del 4%. Por supuesto, en el caso de aquellos hogares con rentas más altas, se pueden hacer aportaciones por importes superiores, que se beneficiarán posteriormente de un importante ahorro fiscal, ya que, en el momento de la prestación tributarán a la mitad en el impuesto de la renta.

Desde la óptica del sistema de empleo (2º pilar), se estableció que el empleado pudiese aportar determinadas cuantías de su salario al sistema, y en caso de no alcanzar un acuerdo con su empresario, se incentivó la contratación directa de un vehículo equivalente con formato de seguro (conversión al tercer pilar). De esta forma se introdujeron los fondos de pensiones como vehículo para la previsión empresarial y se permitieron los planes de aportación definida. Debemos recordar que, el sistema de empleo en Alemania había sido históricamente casi inexistente, por lo que la refor-

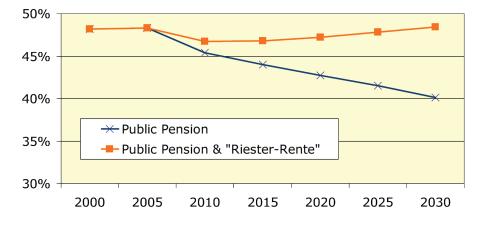
ma habilitó a diversos vehículos (seguros directos, seguros de previsión empresarial y fondos de pensiones) para que se pudiesen beneficiar de las ventajas del sistema Riester.

En cuanto al pilar 3° se introdujeron las cuentas de pensiones individuales. Para promocionarlos se estableció que, los planes individuales también pudieran beneficiarse de los subsidios e incentivos fiscales. Aquí se establecieron también ciertas condiciones de aportación periódica y voluntaria, de prestación no anterior a los 60 años, así como que las aportaciones devengadas estén también garantizadas al inicio del período de prestación, entre otras.

Con posterioridad, cuando se constató que la Reforma Riester no era suficiente para estabilizar las tasas de sustitución y de aportación se constituyó en 2002 una nueva comisión de trabajo, conocida como "Comisión Rürup", cuyas recomendaciones se llevaron, en muchos casos, a una nueva ley de 2004. El objetivo volvía a ser el mismo, estabilizar la tasa de aportaciones y, en paralelo, tratar de asegurar un nivel adecuado para las pensiones futuras. Además de transitar progresivamente hacia una edad de jubilación a los 67 años (desde los anteriores 65), la reforma además ligó la fórmula de indexación de las pensiones al ratio de dependencia. A diferencia de las propuestas anteriores, el nuevo factor de sostenibilidad tomaba en consideración, además de la evolución de la esperanza de vida, la evolución demográfica en su totalidad (nacimientos e inmigración) y la del propio mercado laboral. De esta forma se daba un paso más allá en la transformación desde el tradicional sistema de prestación definida *pay-as-you-go* (PAYG) hacia un sistema equivalente a una aportación definida nocional (NDC), como se recoge en el estudio *Reforming the German Public Pension System de 2006* realizado por A. Börsch-Supan y C. Wilke .

TASA BRUTA DE SUSTITUCIÓN

Fuente: Elaboración propia con información del Federal Ministry of Labour and Social Affairs 2007.



La promoción de los pilares 2° y 3° volvía a ser crítica para el desarrollo favorable de esta segunda gran reforma. Por ello, se simplificó el acceso mediante la extensión del sistema a todos los contribuyentes fiscales, se promovieron prestaciones más dinámicas, mayor transparencia, etc. Por ejemplo, el sistema de rentas Rürup se extendió a los oficios, autónomos y trabajadores por cuenta propia en general, permitiendo aportaciones anuales de hasta 20.000 euros (o de 40.000 euros para matrimonios) con una deducción parcial de impuestos considerándolas como gastos extraordinarios La deducción fue del 76% en 2013, pero ascenderá progresivamente hasta alcanzar el 100% en 2025.

En el cuadro: Tasa bruta de sustitución en cada sistema se puede observar cómo el peso del sistema público sobre la tasa bruta de sustitución en Alemania es del 42%, superior a la media OCDE del 40,6%. Sin embargo, las reformas emprendidas ya han contribuido a que el sistema privado voluntario alcance un peso del 16%, por encima incluso de la media OCDE del 14%. (La tasa bruta de sustitución hace referencia al porcentaje del último salario percibido como trabajador activo que será percibido, en media, como pensionista).

Se debe hacer notar que, a menudo el nexo de unión entre las aportaciones a seguros/pensiones y los mercados de capitales se produce vía fondos de inversión tal y como se desprende del estudio Investmentfonds und Altersvorsorge de BVI de septiembre de 2012, y en particular, a través de los llamados "Spezialfonds". Los Spezialfonds son un tipo de fondos alemanes dirigidos a inversores institucionales, y por tanto no al público minorista. Normalmente tienen un patrimonio superior a los 10 millones de euros y pueden tener incluso un solo inversor. Una especialidad habitualmente utilizada para este tipo de vehículos sería la inversión inmobiliaria ("Immobilien-Spezialfonds"). Las compañías aseguradoras y entidades de pensiones representan dos tercios del patrimonio de los Spezialfonds. Otras instituciones invierten una parte relevante de su cartera patrimonial a través de fondos de inversión en general. Por ejemplo, las aseguradoras de vida invierten más del 25% y las pensiones de empresa una proporción incluso mayor.

3. CONCLUSIONES

3.1. LA GLOBALIDAD TRAE NECESIDADES

Hasta el momento el ahorrador español y el destino dado a su patrimonio han marcado ciertas diferencias con los países de nuestro entorno o más avanzados como el caso de EE.UU. La preferencia por la vivienda, así como por los de depósitos bancarios son el hecho diferencial más remarcable en cuanto al destino, siendo las inversiones de horizonte temporal corto y de máxima seguridad las más solicitadas por los ahorradores de cara a la elección de los productos en que los que materializar su patrimonio. Mención especial merece el bajo ahorro destinado a complementar la previsión social.

En efecto, la planificación del ahorro y su impacto final sobre la cobertura de las necesidades de previsión son, sin duda alguna, asuntos críticos de índole global. Los países desarrollados, y en especial los europeos, se encuentran con el problema adicional del progresivo envejecimiento de su población, lo que reduce el número de contribuciones a los sistemas públicos, al mismo tiempo que incrementa el número de demandantes de cobertura. También es necesario tener en cuenta el incremento del número de autónomos que, en muchos casos, eligen una cotización muy baja, por lo que sus necesidades son aún más acuciantes que la de los trabajadores acogidos al régimen general de la Seguridad Social.

Además, el aumento de la esperanza de vida es un tema que debe hacernos reflexionar sobre la mejor forma de poder satisfacer nuestras necesidades futuras, y con ello, tratar de garantizarnos el nivel de ingresos suficiente para mantener una calidad de vida mínima. Si a esto le añadimos que, en la actualidad, los tipos de interés reales son, en general, negativos y que, el ahorro de perfil conservador se ve cada vez más mermado como consecuencia del proceso de "represión financiera", que viene siendo desarrollado desde hace varios años por los principales bancos centrales del mundo, el problema pasa a ser de primer orden en nuestro entorno global.

Por otra parte, los cambios obrados en el mercado laboral demandan también contemplar necesidades de liquidez para hacer frente a los gastos irrenunciables de las personas, diferenciando por tanto, entre objetivos a corto plazo frente a los de largo plazo. En esa parte del ahorro destinado a solventar los problemas de un despido o la caída de facturación para los trabajadores autónomos, el concepto de seguridad y liquidez primará sobre otros aspectos. Sin embargo, en la parte destinada a objetivos a más largo plazo, como por ejemplo, el complemento de la pensión, la búsqueda de horizontes temporales a muy largo plazo debería desplazar los productos de mayor seguridad(depósitos, monetarios o garantizados, renta fija) hacia inversiones más dinámicas o centradas en mayor potencialidad de rentabilidad a largo plazo como puede ser la renta variable o la creación de una cartera mixta. Esta última afirmación es aún más rotunda si tenemos presente el contexto de bajos tipos nominales.

Asimismo, la situación del mercado de la vivienda, con un exceso de inmuebles que costará años en limpiar y la deflación que acumula el precio de la misma —en estos momentos en el entorno del 50% de caída del mismo—, deberían llevar a la familia española a cuestionarse la vivienda en propiedad como inversión mayoritaria. Por otra parte, la aludida nueva situación del mercado laboral, provoca situaciones no deseables en el tema de la vivienda, como es la morosidad y en última instancia los desahucios, con los efectos que todos conocemos y el drama personal, social y económico que acarrea.

Por otra parte, es previsible que veamos un aumento en la imposición tributaria de la vivienda. En este sentido, el informe Lagares era meridianamente claro, aún cuando el actual Ejecutivo no ha recogido en toda su extensión las propuestas realizadas en él. Las personas que invierten su patrimonio en vivienda deberían tener muy presentes los altos costes de acceso a este tipo de inversión, así como una fiscalidad penalizadora para los inmuebles.

Ante esta situación, en opinión de los autores el mercado del ahorro debería iniciar un cambio de sus características mucho más acorde con los países de nuestro entorno. Si bien EE.UU. es siempre el país hacia el que dirigimos nuestras miradas, por su importancia y su avance, debemos ser conscientes de que en Europa y, especialmente los países pertenecientes al área euro, la experiencia alemana es clave en la hoja de ruta a emprender. Alemania parece ofrecer, especialmente en el campo de la previsión social, un modelo a reproducir en otros países.

El ahorro no debería ser tan solo la diferencia entre los ingresos y los gastos de una persona, sino que debería incorporarse a los presupuestos familiares como una necesidad. Esa necesidad es tan solo la de desplazar consumo presente a consumo futuro, necesidad puesta claramente de manifiesto cuando hablamos de previsión social y vemos la situación y perspectivas de nuestras pensiones.

3.2. LA EXPERIENCIA AMERICANA, INGLESA Y ALEMANA COMO HOJA DE RUTA

De las pautas del ahorro en los países anglosajones (EE.UU. y Reino Unido) estudiados extraemos las siguientes conclusiones:

• Se observa una clara **orientación del ahorrador hacia el horizonte temporal del largo plazo**, lo que deriva de sus objetivos básicos de inversión, y determina, a su vez, tanto los vehículos empleados para canalizarlo, como el propio perfil del riesgo medio más elevado de sus carteras. Según se ha expuesto en el informe, por ejemplo en EE.UU. el 68% de las familias tiene algún activo vinculado a ahorro-previsión para la cobertura de la jubilación.

- Los mercados de distribución de los productos de ahorro presentan un perfil fragmentado y una clara diversidad de agentes. Existen múltiples alternativas al sector bancario, el agente distribuidor dominante en España, como sería el caso de los intermediarios financieros (brokers), asesores independientes, gestoras y supermercados de fondos, planes de empleo, compañías aseguradoras, etc.
- Se comercializan múltiples productos financieros para canalizar este ahorro. Conviene recordar aquí las mencionadas figuras de planes de ahorro individual, a menudo ligadas a la cobertura de la jubilación, como sería el caso de las cuentas individuales IRA, los planes de empleo 401 (K), ambos en EE.UU, y las cuentas individuales ISA, combinables a su vez con pensiones personales en Reino Unido. Todos facilitan mecanismos flexibles de inversión a largo plazo y permiten canalizar el ahorro a través de un "amplio" elenco de subyacentes disponibles (no estancos), y por supuesto, con una fiscalidad favorable. Se trataría, en su caso, de crear nuevos instrumentos flexibles para el fomento del ahorro financiero de las familias con objetivos de previsión y primando la inversión duradera. Por ejemplo, en el caso de las cuentas ISA, se trata de un vehículo de ahorro individual con elevada liquidez y tratamiento fiscal ventajoso que, a modo de tax wrapper, permite a los ahorradores británicos hacer aportaciones anuales de hasta 15.000 libras invertibles en opciones diversas (cash, acciones, bonos, vehículos diversos de fondos, etc.). Nada comparable al tímido intento del Plan de Ahorro 5, recientemente anunciado en España.
- Como ha quedado demostrado en el estudio, existe un **equilibrio entre los pesos de los sistemas público y privado voluntario** en lo que se refiere a la contribución de ambos a la tasa bruta de sustitución. Este hecho, junto a otros factores de carácter demográfico (en el caso concreto de EE.UU.), determinan un gasto público en pensiones (medido sobre el PIB) de una magnitud inferior a la media de la OCDE. Esto puede permitir que, idealmente el sistema público sólo tenga una tasa inferior al 45% del salario promedio de la vida laboral, lo que estaría en línea con el nivel recomendado por la OIT.
- El vehículo "fondo de inversión" es el instrumento básico para canalizar el ahorro en estos países. Por ejemplo, se ha mencionado que, en EE.UU. casi el 50% de los activos en las carteras de previsión (planes de empresa de aportación definida y cuentas individuales IRA) se encuentran invertidos vía fondos de inversión. Es decir, la presencia directa o finalista del fondo de inversión es de vital importancia en este mercado. Además el 73% de sus inversores menciona la cobertura de su jubilación como el objetivo "principal" para invertir.

Respecto a las pautas de ahorro del mercado europeo analizado, es decir, el mercado alemán, conviene destacar lo siguiente:

- Si comparamos las características de este mercado con el español podemos encontrar puntos de partida con algunas coincidencias relevantes:
 - El perfil del ahorrador alemán también es conservador. En efecto, el ahorro en depósitos y cuentas de efectivo representa el 40,8% del total. Por contra, la mayor tradición invertos y cuentas de efectivo representa el 40,8% del total.

sora alemana en productos de seguros eleva el peso del epígrafe "pensiones y aseguradoras" a más del doble que en España.

- ♦ La seguridad de la inversión continúa siendo el factor más importante para el ahorrador alemán, frente al objetivo de una alta rentabilidad. Por fortuna, la sensación de riqueza de las familias alemanas no se ha visto impactada por un estallido reciente de precios inmobiliarios como ha ocurrido en España. A pesar de ello, el ahorrador alemán está cada vez más preocupado con la sostenibilidad de su nivel de vida a futuro.
- ◊ La dependencia del sistema público de pensiones es tradicionalmente casi total, al igual que en el caso español. Además el ratio de dependencia, o proporción de mayores de 65 años sobre aquellos en edad de trabajar, es uno de los peores entre los países de la OCDE, sólo por detrás de Japón.
- ♦ El canal de distribución bancario también tiene un peso significativo, aunque se halla más atomizado, tanto por tipo de entidad (cooperativas, cajas, *landesbanken*, etc.), como por su desigual implantación geográfica.

El proceso de reforma del sistema de pensiones en Alemania se remonta hasta inicios de los años 90, en un largo recorrido de adecuación a los retos demográficos, de búsqueda de sostenibilidad financiera y de reducción de la elevada dependencia del sistema público. La Reforma Riester iniciada en 2001 buscó crear un sistema (voluntario) de pensiones "multi-pilar", con incentivos fiscales y subvenciones públicas que permitiese suplir en el futuro el previsible hueco que dejaría el sistema público en su contribución a la tasa bruta de sustitución. El esquema de rentas Riester nacía como complemento del sistema público, fortalecía el sistema de empleo, y potenciaba, en general, la figura de los fondos de pensiones, bastante residual en Alemania hasta ese momento. Se trataba de un nuevo sistema de ahorro complementario mediante pensiones privadas, tanto de empleo, como individuales. Los incentivos eran, por una parte fiscales, mediante el diferimiento y deducciones de impuestos, y por otra, a través de subsidios (básicos y familiares por hijos) mediante la aportación pública directa a las cuentas de pensiones. Los subsidios sólo se aplican a aquellos ahorradores que cubran un mínimo requerimiento del 4% de ahorro sobre los ingresos del año anterior. En el caso de los asalariados, la ventaja básica consistía en brindar la posibilidad de convertir parte de su salario en aportaciones a planes de empleo, independientemente de si son soportadas por el empleado o su empresario. El posterior sistema de rentas Rürup extendió el modelo a los oficios, autónomos y trabajadores por cuenta propia, permitiendo aportaciones anuales de hasta 20.000 euros (o de 40.000 euros para matrimonios), con una deducción parcial de impuestos considerándolas como gastos extraordinarios. La deducción fue del 76% en 2013, pero ascenderá progresivamente hasta alcanzar el 100% en 2025.

Conviene mencionar que, en general, a raíz de las reformas emprendidas en Alemania se observa un ejercicio sano de realismo y de ajuste a las nuevas circunstancias por parte de la sociedad alemana en relación a la propia sostenibilidad del sistema. Y así, por ejemplo, las expectativas

sobre la tasa de sustitución conjunta (de los sistemas público y voluntario) para 2030 alcanzaría un nivel cercano de sólo el 50%, en todo caso muy inferior a la histórica pretensión de mantener, e incluso superar el 70%.

Finalmente, y como nota común con el resto de los países analizados, en el caso de Alemania, también es muy relevante la figura de los fondos de inversión como vehículo canalizador de las inversiones. De hecho, las aseguradoras de vida invierten a través de fondos más del 25% de su cartera, siendo la proporción incluso mayor en el caso de las pensiones de empresa.

3.3. EL CAMINO A EMPRENDER EN ESPAÑA

En el caso de España, el Estado presenta, además de un alto nivel de endeudamiento una pirámide demográfica desfavorable, por lo que, entendemos que **no hay más opción que la de reforzar el ahorro privado**. Afirmación que se refuerza si tenemos presente la situación del mercado laboral y sus nuevas características.

Los individuos tendrán que asumir el control de sus propios destinos y empezar a planificar y ahorrar con una visión de largo plazo. Para ello, deben ser conscientes tanto de sus objetivos de inversión, como de la estrategia que se va a llevar a cabo para alcanzarlos. La inversión es un proceso vitalicio que incluye muchos hitos a lo largo del camino: comprar una casa, pagar los estudios de los hijos, quizá crear un negocio y, en última instancia, financiar la jubilación. Los inversores deben cumplir el objetivo de ahorro dentro de unos parámetros de riesgo asignados. En lugar de preocuparse por los movimientos a corto plazo en los mercados o por la rentabilidad de instrumentos financieros con vencimiento cercano, el inversor español debería centrarse en la consecución de sus propios objetivos personales, con un nivel de riesgo adecuado para alcanzarlos. Para ello, se hace necesario potenciar la figura del asesor, que a modo de buen médico de cabecera, sirva para guiar durante todo el proceso de planificación.

Dada la situación actual de los tipos de interés, que ni siquiera baten a la inflación, probablemente haya que incrementar en alguna medida el componente de renta variable, eso sí siempre bajo la premisa de un ahorro a largo plazo. En este sentido, tal y como ocurre en otros países, habría que aprovechar las oportunidades que nos brindan los fondos de inversión, como instrumento hábil para una diversificación eficiente de las carteras.

Entendemos que el ahorro a largo plazo no debiera poner sólo el foco en unos planes de pensiones, bien sean individuales o de empleo, que, por supuesto, deben sufrir mejoras sensibles, si no que debería extender las posibilidades de inversión a otros vehículos como son los fondos de inversión, e idealmente a otras opciones del tipo "cuentas individuales de inversión" como las existentes en otros países. Sin duda, la idea subyacente sería el empezar a ahorrar y uno de los mejores vehículos para hacerlo es el fondo de inversión.

Los autores del estudio lamentan que, de la petición expuesta en el denominado informe "Lagares" para ampliar el abanico de productos de previsión social —modelo "planes 401k"—, y de los que consideramos incluso más relevantes como son las cuentas de ahorro individual —tipo IRA o ISA—, que no fueron expresamente mencionadas en aquél informe, no se hayan recogido en el proyecto de reforma fiscal que actualmente se está tramitando en el Parlamento.

Dentro del ahorro a largo plazo encontramos también los productos de las compañías de seguros, que de forma pausada, pero constante, han ido incrementando su presencia en las carteras de inversión. Hoy en día las compañías de seguros comercializan pólizas y productos de inversión que por sus características de largo plazo y seguridad pueden ver incrementados sus volúmenes de comercialización. En todo caso, una cierta complejidad, iliquidez y coste de los productos pueden restar potencialidad a estos productos.

No podríamos dejarnos de referirnos al **problema de la cultura financiera que puede servir como freno a esta hoja de ruta**. Es necesario el incremento de los conocimientos financieros. Sin embargo, sabemos que este deseo no va a ser fácil y mucho menos rápido. Todos los departamentos comerciales implicados en la venta de productos de inversión y asesoramiento a las familias españolas deben tener presente que no solo es necesario la captación de los clientes y colocación de productos, la comercialización va a requerir el transmitir de forma clara y comprensible cuáles son las características de los productos en cuanto a liquidez, seguridad, potencial de rentabilidad y evolución de la misma, así como —aspecto fundamental— cuál es el papel que desempeña para la consecución de objetivos.

En ningún caso estamos considerando los depósitos como activo a evitar, todo lo contrario. Los depósitos y pasivos bancarios deben y seguirán estando dentro de las carteras patrimoniales de las familias. Sin embargo, su presencia debería responder más a la cobertura de necesidades de liquidez de emergencia y no como un producto que capitalice las decisiones de inversión. Previsiblemente en el entorno de tipos bajos que estimamos duradero, sea el mejor aliado para una mayor diversificación del patrimonio. Asimismo, el esquema bail-in de resolución de una entidad crediticia quebrada modifica el concepto de seguridad aparejada a los depósitos bancarios para cantidades superiores a las cubiertas por el Fondo de Garantía, un aspecto que debería ser resaltado y muy tenido en cuenta, máxime cuando la decisión de liquidar una entidad ya no pertenecerá al Estado en cuestión, sino que será una decisión tomada por un organismo intercomunitario.

Estamos ante un nuevo escenario económico y financiero que demanda soluciones nuevas a los retos que nos plantea el futuro. Puede ser aventurado pero factible que la acumulación de riqueza durante la vida de una persona para posteriormente transmitirla a nuevas generaciones se haya roto. Si hasta el momento la idea de transmisión de la vía vivienda ha sido una constante en las familias, en la actualidad, especialmente dentro de 15 o 20 años o menos, nos podemos encontrar con personas que se han jubilado y siguen pagando la hipoteca. Se

encontrarán con un activo, la casa, que no pueden poner en valor o si se prefiere percibir rentas de la misma. Pensamos que debe haber un cambio de percepción de la vivienda como inversión totémica. En la actualidad, estamos viendo los problemas derivados de una generación, que en unos casos, no pueden pagar la hipoteca, que en otros casos se han vistos empobrecidos por la caída del valor de la misma, encima con la disminución de las rentas salariales para no entrar en morosidad han recurrido al alargamiento del plazo de amortización de su financiación. Estos son los problemas presentes, pero a futuro podremos ver una nueva generación, la de los jubilados, con hipotecas pendientes, incluso herencias donde la casa conlleve hacerse cargo de la hipoteca aún pendiente de pagar.

Por último, una mención al canal de distribución, aspecto polémico. España, como sabemos, es un mercado donde mayoritariamente las redes de comercialización son bancarias. Son muchos los que piensan que esta configuración ya no es válida y se avanzará hacia otros esquemas menos bancarizados. Sin embargo, si miramos al país de referencia del área euro, **Alemania**, **allí todavía son los bancos quien conforman la principal fuerza de venta**, es por ello que aún cuando admitamos una mayor presencia de competidores, pensamos que en España las redes bancarias seguirán siendo la referencia en la comercialización.

3.3.1. Asesoramiento frente a planificación

A lo largo de estas conclusiones hemos destacado la necesidad de asesoramiento, campo en el que las entidades, a través de sus redes comerciales, tienen un amplio frente de trabajo.

Esta necesidad es aún mayor si hablamos sobre el inversor español, que en muchos caso tiene una muy baja cultura financiera que hace que no sepa ni siquiera establecer sus objetivos y asociar a las mismas las inversiones necesarias. No basta a los asesores con indicar productos en un momento determinado, a veces presionados por las campaña de comercialización de la entidad para las que trabajan, es necesario una relación de planificación. La planificación significa conocer al cliente, objetiva y subjetivamente, realizar un seguimiento permanente, un repaso de acciones e inversiones, remodelar y reestructurar carteras. Pero también, explicar muy claramente al cliente los conceptos básicos de la inversión, sus características, que papel desempeña y el dinamismo de la cartera.

Es muy necesario un cambio en la cultura comercial de este país. No pueden distribuirse productos por campañas de comercialización o realizar una venta sin antes hacer una análisis de estado de salud patrimonial.

Por desgracia hemos asistido a escándalos de consideración en la comercialización de productos que se han saldado con importantes pérdidas para los inversores y un coste de riesgo reputacional para las entidades comercializadoras. Aún hoy colean y están pendientes de resolución en los juzgados miles de reclamaciones. De los errores se debe aprender, no se pueden repetir.

3.3.2. Inversión directa o a través de vehículos de inversión

Hoy en día la inversión directa en un mundo globalizado no es posible realizarla de una forma eficaz. Por ello, tenemos gestores de patrimonios, aquellos que se encargan de conformar el patrimonio y que seleccionan vehículos de inversión, y gestores de activos, aquellos que realizan la inversión directa en activos patrimoniales y financieros determinados.

Por otra parte, el modelo de gestión de estos vehículos de inversión son suficientemente seguros. Como bien destaca insistentemente INVERCO la necesaria diversificación legal de los mismos, baja el riesgo. Ahora bien **no es posible tener un solo vehículo**, **sino una cartera**. La diversificación no solo es una cuestión de riesgo, sino que, como conocemos por la teoría, es la única manera de adecuar riesgo y rentabilidad, minimizando el primer aspecto y maximizando el segundo. Por otra parte, la tributación de cada vehículo todavía otorga un mayor protagonismo a la diversificación por vehículos cuando contemplamos la rentabilidad financiero-fiscal.

La aludida rentabilidad financiero-fiscal destaca aún de forma más relevante los vehículos de inversión, como los fondos, frente a la inversión directa. La tributación por la parte de las plusvalías realizadas, así como el traspaso sin peaje fiscal por parte de los fondos de inversión, debería ser suficiente para que el ahorrador opte aún más por este tipo de inversión.

El peso de los fondos de inversión en la composición patrimonial de los activos financieros en España, está todavía lejos de otros países, de la media en Europa. Asimismo también destaca el horizonte temporal de corto plazo o máxima seguridad, en donde garantizados, monetarios y renta fija a corto plazo ostentan en torno al 45% del patrimonio en fondos. Las previsiones de los autores de este estudio es que ya se está viendo un incremento de posiciones en fondos de inversión, además de un sesgo hacia carteras con mayor presencia de acciones. Con datos hasta agosto, el 66% de las suscripciones de 2014 se han dirigido a fondos mixtos o de renta variable. Esta afirmación se fundamenta en unos tipos de interés muy bajos que hacen prever rentabilidades negativas en monetarios e imposibilita prácticamente el lanzamiento de fondos garantizados, aquellos cuya garantía es al menos el 100% del capital invertido. Es, sin duda, una prueba de fuego en la hoja de ruta que dinamizará la transformación del ahorro, popularizando horizontes temporales de largo plazo y la búsqueda de rentabilidad, frente al sesgo del corto plazo y la seguridad. Pero para los comercializadores será también una prueba y un reto de cara a su clientela, como suele suceder la urgencia puede llevar aparejada errores o fallos en las recomendaciones y selección. Por otra parte, la necesaria migración de fondos monetarios/renta fija, donde muchas personas tan solo tienen un fondo, a fondos mixtos o de renta variable debe ir aparejada de una diversificación en fondos, es decir la conformación de una cartera de fondos diversificada por: horizontes temporales, mercados, activos y gestoras, aspecto este último de mucha importancia. La cartera de fondos debe buscar una diversificación de gestoras, algo no siempre muy presente en las recomendaciones

de los canales de comercialización, aún cuando es justo reconocer que la situación ha mejorado notoriamente en los últimos años.

Existe siempre la sensación de hablar de la potencialidad de los fondos de pensiones como vehículos de inversión. De hecho, nuestro país encabeza el ranking con menor inversión en este tipo de instrumentos cuando nos comparamos con Alemania, no digamos ya nada con Reino Unido o EE.UU. Sin embargo, y ha sido cuestión de debate entre los autores, vemos restricciones, al crecimiento significativo de los planes y fondos de pensiones, desde luego por debajo de los fondos de inversión. La principal restricción es el capital que una persona puede destinar a los instrumentos de previsión social, ya que la reforma lo ha recortado. También por su tributación anticipada, la reforma fiscal permitirá al igual que a las EPSV vascas la posibilidad de rescatar las aportaciones que tengan una antigüedad superior a los diez años, pero penalizada al deberse someter a la base imponible general puesto que se integran como rentas del trabajo.

Todas las causas enumeradas nos llevan a pensar en un mayor dinamismo y protagonismo de los fondos de inversión, tanto en volumen destinado a los mismos, como a la diversificación existente hasta el momento.

3.3.3. El "Do it yourself" frente a propuestas más profesionales

No nos gustaría dejarnos de referir a la nueva normativa MIFID II, aun cuando no es objeto de este estudio, sí pensamos que puede traer cambios importantes en la distribución de la inversión. Esta normativa potencia y exige la separación entre comercialización y asesoramiento. A nuestro modo de ver el éxito del asesoramiento y su necesaria remuneración, se debería potenciar aún más la planificación.

El cliente debe tener presente que en la mayor parte de las ocasiones no tiene capacidad para dirigir y hacerse cargo de la gestión de su ahorro. La falta de esta formación deberá ser suplida con profesionales que sean capaces de ayudarle a articular su patrimonio. Es por ello que las familias deberán entender que el asesoramiento debe ser remunerado.

Por otra parte y no menos importante, **los productos que hoy en día se comercializan solo pue- den ser entendidos por expertos en la materia**, difícilmente un particular o minorista puede entenderlos y, sobre todo, como utilizarlos en función de su perfil y objetivos a cumplir.

Al igual que ocurre en otros países, en este caso los mercados ingleses y americanos, cada vez más iremos mutando hacia esquemas remunerados, no solo por la gestión del patrimonio, sino en el asesoramiento y planificación. El "Do it yourself" o hacérselo uno mismo no será en muchos casos más que una opción condenada al fracaso o a la no obtención de los objetivos propuestos por la persona. Bibliografía, documentos, informes, webs y páginas referidas

BIBLIOGRAFÍA, DOCUMENTOS, INFORMES, WEBS Y PÁGINAS REFERIDAS

- Asset Management in the UK 2012-2013. The IMA Annual Survey.
- Banco de España, Servicio de Estudios: Análisis del precio de la vivienda en España, Documento de Trabajo núm. 0307, Jorge Martínez Pagés y Luis Ángel Maza.
- Banco de España: Nota informativa sobre la presentación de una nueva estadística de procesos de ejecución hipotecaria sobre viviendas.
- Blue Paper. What drives Households' Savings? Pioneer Investments. February 2014.
- CNMV: Boletín Trimestral IV/2011 se hacía en la sección de Informes y análisis. La educación financiera y su relevancia en las decisiones económicas evidencia e iniciativas.
- Deustche Bank Research: "German households: Strong savers but weak investors". June 14, 2011.
- Changes US Family Finances from 2007 to 2010: Evidence from the Survey of Consumer Finances", Federal Reserve Bulletin. June 2012.
- Desahucios y dación en pago: estimación del impacto sobre el sistema bancario de María Romero.
- Encuestas elaboradas anualmente en primavera por el ICI.
- European Fund Market Review. 2014 Edition. Lipper.
- Financial Wealth 2010/2012. Office for National Statistics. May 2014.
- Gestión de Patrimonios "Wealth" de Stuart E. Lucas. Publicado en español por Profit Editorial
- Informe de la Comisión de Expertos para la reforma del sistema tributario español (Informe Lagares).
- IEB: Anuario 2012 sobre el asesoramiento financiero e inversión en España.
- INE: Censo de Población y Viviendas 2011.
- INVERCO: Vocaciones inversoras de las instituciones de inversión colectiva (actualizada a abril de 2009).
- INVERCO: Categorías de planes de pensiones del sistema individual (establecidos en diciembre de 2003)
- INVERCO: Las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones. Informe 2013 y perspectivas 2014.
- Invertir con sentido común. Miguel Borrás y Alfonso Roa.
- Investment Company Fact Book. ICI. 53ª Edición 2013.
- Investmentfonds und Altersvorsorge. BVI. September 2012.
- Investment Company Institute. "The US Retirement Market" 4Q2013 Data.
- Lo más importante para invertir con sentido común de Howard Marks. Publicado en español por Profit Editorial.

- Manual práctico de Renta y Patrimonio 2013 de la Agencia Tributaria.
- Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera, 20 de julio de 2012.
- Market Structure and Competition in German Banking. Michael Koetter. German Council of Economic Experts. W.P. 06/2013. November 2013.
- Ministerio de Fomento: Estadística de transacciones inmobiliarias al cuarto trimestre de 2013.
- OECD: Factbook 2014. Economic, Environmental and Social Statistics.
- OECD: Pensions Market in Focus 2013.
- Börsch-Supan, A, Wilke C.: Reforming the German Public Pension System. AEA Meetings, Boston 2006.
- Sociedad de Tasación: Informe trimestral de ST Sociedad de Tasación. Tendencias del Sector Inmobiliario, 2º Trimestre 2014.
- The impact of the RDR on the UK's market for financial advice. Challenge and opportunity. Cass Consulting. Cass Business School. June 2013.
- Jubilación y calidad de vida en España. Vida Caixa e IESE. Abril 2014.
- www.destatis.de
- www.inverco.es
- www.ieb.es
- www.bde.es
- http://www.agenciatributaria.es/
- http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/
- http://www.seg-social.es/Internet_1/index.htm

© 2014, IEB © 2014, INVERSIÓN

Alfonso XI, 6 -28014 Madrid Tel. 91 524 06 15 www.ieb.es

Diseño de Delta Publicaciones Editora: Patricia Vegas Arjona

Imprime Print House



España: una nueva hoja de ruta para el ahorro

Miguel Ángel Bernal Alonso. Departamento de Investigación IEB Sergio Míguez Martín. Departamento de Investigación IEB DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2014-1002-TA



Con la colaboración de:









